

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LES
SOCIÉTÉS DE PLACEMENT
ET LE
MARCHÉ FINANCIER FRANÇAIS

THÈSE POUR LE DOCTORAT

L'ACTE PUBLIC SUR LES MATIÈRES CI-APRÈS

Sera soutenu le Vendredi 28 Novembre 1930, à 14 heures

PAR

Joseph VARANGOT

ATTACHÉ AU CONTRÔLE GÉNÉRAL DE LA BANQUE DE FRANCE

Président : M. ALLIX.
Suffragants } MM. H. TRUCHY } Professeurs.
 } R. PICARD }



PARIS

LIBRAIRIE ARTHUR ROUSSEAU

ROUSSEAU & C^{ie}, Editeurs

14, RUE SOUFFLOT, ET RUE TOULLIER, 13 (v°)

1930

*Tous droits de reproduction, de traduction et adaptation
réservés pour tous pays*



Digitized by the Internet Archive
in 2026

THÈSE
POUR LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LES
SOCIÉTÉS DE PLACEMENT
ET LE
MARCHÉ FINANCIER FRANÇAIS

THÈSE POUR LE DOCTORAT

L'ACTE PUBLIC SUR LES MATIÈRES CI-APRÈS

Sera soutenu le Vendredi 28 Novembre 1930, à 14 heures

PAR

Joseph VARANGOT

ATTACHÉ AU CONTRÔLE GÉNÉRAL DE LA BANQUE DE FRANCE

Président : M. ALLIX.

Suffragants } MM. H. TRUCHY
 } R. PICARD } *Professeurs.*



PARIS

LIBRAIRIE ARTHUR ROUSSEAU

ROUSSEAU & C^{ie}, Editeurs

14, RUE SOUFFLOT, ET RUE TOULLIER, 13 (v')

1930

*Tous droits de reproduction, de traduction et adaptation
réservés pour tous pays*



ERRATUM

Page 97, dernière ligne du texte, et page 98, trois premières lignes du texte.

Au lieu de :

..., car l'exécution de l'engagement pris par la Compagnie d'assurances est subordonnée au paiement, par la société emprunteuse, des primes d'assurances afférentes à la police souscrite.

Lire :

..., car l'engagement pris par la Compagnie d'assurances ne vise que le remboursement, au terme de l'emprunt, du capital, et ne garantit pas le paiement des intérêts, dans le cas d'une défaillance de la société emprunteuse.

LES SOCIÉTÉS DE PLACEMENT

ET LE

MARCHÉ FINANCIER FRANÇAIS

INTRODUCTION ET PLAN

« Economiser n'est rien, a pu dire un amoureux du paradoxe, conserver le fruit de ses économies, voilà où demeure, pour l'épargnant, la grande difficulté ». C'est ce que les anglais ont traduit sous la forme suivante : « Well invested is better than well earned » (2), ce qui littéralement signifie : « Il est préférable de bien placer le montant de son épargne que de bien épargner ».

Exprimée sous cette forme, cette affirmation semble, pour le profane, contenir une grande part d'exagération. Il est certain qu'on ne peut réaliser un placement sans qu'il y ait eu une épargne préalable ; cette maxime présente, néanmoins, l'avantage de rappeler le capitaliste, bien souvent trop crédule et trop confiant, à la prudence.

Le plus fréquemment, sans conseils et livré à lui-même, l'épargnant éprouve bien des difficultés à conserver ce qu'il a eu tant de mal à économiser.

C'est que le fait de placer ses capitaux, n'est pas, comme on pourrait le penser, une chose très facile : il faut, à celui qui veut effectuer ses placements avec mé-

(1) A. DRUART, *Le Trust de Placement*, p. 79.

thode, à la fois des connaissances et une expérience qu'il est donné à peu de personnes d'avoir. Pour qu'un placement soit fait dans les meilleures conditions, il convient d'examiner la situation financière et l'avenir de l'entreprise dans laquelle on veut investir ses capitaux, considérer l'avenir industriel du pays d'origine, étudier les perspectives économiques mondiales, supputer les chances de hausse ou de baisse du loyer de l'argent ; toutes ces questions demandent, pour être examinées judicieusement, une somme de connaissances que peu d'épargnants peuvent posséder.

De nombreux capitalistes, qui se rendent compte de cette difficulté de la sélection des valeurs mobilières, s'efforcent de remédier à cette difficulté en répartissant leurs placements en de nombreux titres différents ; c'est ce que l'on entend couramment en disant « qu'il ne faut pas mettre tous ses œufs dans le même panier ». Mais quelle conclusion pratique, le grand public a-t-il tiré de cette maxime ? On voit tel capitaliste s'inspirant de ce principe, n'acquérir que des obligations, de sociétés diverses il est vrai, tel autre ne composer son portefeuille que de fonds d'Etat nationaux, de types différents. Mais combien trouvons-nous de capitalistes qui sauront établir, dans la constitution de leur portefeuille, une proportion judicieuse de valeurs à revenu fixe et de titres à revenu variable, sélectionnés avec toute la garantie désirable ?

Parfois, la modicité du capital constituera un obstacle à ce qu'il puisse être réparti en un certain nombre de postes différents ; mais le plus souvent, la mauvaise

composition du portefeuille résultera du défaut de méthode avec lequel le capitaliste effectue ses placements en valeurs mobilières.

Il résulte des considérations qui précèdent, que la tâche d'administrer sa fortune exige des connaissances telles qu'on les rencontre chez peu d'épargnants. Nous pouvons même dire qu'un seul homme, si compétent soit-il, ne peut connaître tous les éléments qui lui permettront d'examiner toutes les questions soulevées par un placement effectué en valeurs mobilières : les services d'informations, d'études, de renseignements financiers de nos banques d'affaires et de nos établissements de crédit, ne viennent-ils pas donner une confirmation à cette constatation ?

L'étude de la législation fiscale des différents pays, l'examen de leur système monétaire et de leur balance commerciale, la tenue des marchés des matières premières, les perspectives de développement de telle ou telle industrie, la recherche de tous les éléments susceptibles de modifier les conditions économiques et financières mondiales, soulèvent tant de questions qu'il n'est pas possible de les résoudre sans avoir à sa disposition une documentation constamment renouvelée et mise à jour.

Grâce à l'existence de ces services d'études et de renseignements, il semblerait que les banques pourraient jouer, vis-à-vis des épargnants, ce rôle de conseil de l'épargne qui, paraissant si nécessaire, fait complètement défaut actuellement. Cela n'a pas été, malheureusement¹ la ligne de conduite suivie par les banques françaises dont

la politique a été trop souvent celle de la commission de placement. Les institutions bancaires françaises, qu'il s'agisse de banques d'affaires ou d'établissements de crédit, n'ont pas eu surtout en vue, en organisant de coûteux services de renseignements financiers, le désir de conseiller leur clientèle, mais bien plutôt le souci d'effectuer leurs placements dans les conditions les meilleures de sécurité. A l'égard du capitaliste, les banques françaises ont compris leur rôle comme celui d'un intermédiaire dont le commerce consistait à offrir à l'épargne, les émissions effectuées par les sociétés et collectivités françaises ou étrangères, la rétribution de la banque consistant dans la commission de placement attribuée pour chaque titre souscrit.

Il ne faudrait pas, évidemment, pousser trop au noir ce tableau : la grande majorité des établissements de crédit français ne se chargent pas de prêter leur concours à l'émission d'emprunts lorsque la collectivité ou la société emprunteuse ne présente pas de sérieuses garanties. Il n'en est pas moins vrai, toutefois, que la manière dont les banques comprennent ainsi leur rôle, est mauvaise. Encore devons-nous signaler que, l'émission une fois placée dans le public, la banque ne se préoccupe souvent pas assez d'assurer, vis-à-vis des souscripteurs, le respect des engagements pris par la collectivité emprunteuse. Combien de débiteurs défaillants auraient hésité à cesser le service de leurs emprunts s'ils s'étaient heurtés à l'action des établissements de crédit ! Nous aurions certainement enregistré de moins fréquentes défaillances si les collectivités emprunteuses avaient senti la menace

de se voir fermer par la suite le marché financier français.

Nous pouvons donc dire que les banques de notre pays n'ont pas toujours rempli, à l'égard de l'épargnant français, ce rôle de conseiller financier qui aurait permis à celui-ci d'investir ses capitaux de manière sûre. Quelle ressource est-il resté par suite, au capitaliste désireux d'être guidé dans les placements en valeurs mobilières ?

Les journaux financiers ?

Il est certain que certaines revues françaises d'économie politique et de finance dont la rédaction groupe les noms des plus écoutés de nos économistes, donnent aux capitalistes, des indications précieuses. Ces publications contiennent des articles d'une haute tenue qui, par leur documentation, ne peuvent être que d'excellent conseil pour le capitaliste averti ; mais la haute probité et le désir qu'ont les collaborateurs de ces revues de rester au-dessus des questions plus particulières, limitent ces articles à l'étude des grands problèmes politiques, économiques ou financiers, à l'exclusion de tout conseil direct pour l'achat d'un titre déterminé.

On ne saurait faire un aussi grand éloge des « informations » que nous trouvons dans les journaux financiers et qui recommandent l'acquisition de telle ou telle valeur mobilière. Certes, il existe des journaux pour lesquels les conseils donnés aux lecteurs, restent désintéressés, mais combien ? et quelle minorité en regard des trop nombreuses feuilles dont la rédaction se trouve être affermée à des banques spécialisées dans la spéculation et l'introduction de valeurs nouvelles. Le capitaliste qui

suit les indications données par ces journaux, indications qui font d'ailleurs parfois l'objet de circulaires dites « confidentielles » envoyées aux abonnés, risque fort de s'en repentir par la suite. Et même, tout en étant quelquefois avertis du danger, quelques capitalistes n'hésitent pas à acheter les valeurs ainsi prônées par ces agences, espérant réaliser un bénéfice rapide. Le mouvement de hausse escompté, non seulement ne se produit pas, mais souvent la baisse ne permet à l'acquéreur de liquider les titres si légèrement acquis, qu'avec perte.

C'est l'histoire de « l'arbitrage permanent » qu'effectuent nombre d'épargnants habitués à la Bourse ; d'achat en vente et de vente en achat, le capital s'effrite et il ne reste bientôt plus rien de la mise de fonds première.

Nous voyons donc que ni les banques, ni les journaux financiers ne remplissent complètement auprès du capitaliste, le rôle de conseil et d'appui que celui-ci pourrait attendre d'eux.

Que fait alors l'épargnant ainsi livré à lui-même ? Hésitant, timoré — les raisons sérieuses de l'être ne lui manquent pas d'ailleurs — il a fréquemment recours aux fonds publics ou valeurs de même nature, emprunts d'Etat, des départements, des communes, pour le placement de ses capitaux.

S'il ne faut pas craindre, semble-t-il, dans ces placements, la faillite du débiteur, c'est un autre danger qui guette le capital : l'expérience et les études qui ont été faites, montrent que les fortunes placées en fonds d'Etat, et plus généralement en valeurs à revenu fixe, se voient amputées petit à petit, par suite de la dépréciation mo-

nétaire, — conséquence de la baisse du pouvoir d'achat des signes monétaires toujours en plus grand nombre — et par suite des conversions successives que ne manque pas d'opérer la collectivité emprunteuse, lorsque les circonstances et les conditions de l'emprunt le permettent.

Cette dépréciation des valeurs à revenu fixe a suivi, après la dernière guerre, une courbe très rapide et les porteurs français ont subi des pertes sensibles sur la valeur-or de leur capital. Tel qui avait dû déboursier en 1910, une somme de 100 francs pour acquérir 3 francs de rente 3 0/0 perpétuelle, ne possédait plus, en 1930, que 90 de nos francs actuels, lesquels, en tenant compte de la stabilisation monétaire, ne représentent que 18 francs d'avant-guerre, ce qui fait ressortir une perte de 82 0/0.

L'épargnant n'a donc pas trouvé, dans l'acquisition de fonds publics, l'emploi idéal de ses capitaux, ce qui aurait pu lui permettre une gestion plus facile de son portefeuille.

On pourrait croire que ce tableau de l'abandon où sont ainsi laissés les capitaux français, soit poussé trop au tragique : il ne l'est pourtant pas.

On s'étonne bien fréquemment de l'inertie du marché de Paris, du manque d'affaires à la Bourse : nous pensons que l'une des principales raisons de l'inertie du marché financier, réside dans cette répugnance que semblent avoir les épargnants à investir leurs capitaux en valeurs mobilières, et plus particulièrement en valeurs mobilières à revenu variable, titres sur la valeur réelle desquelles il est plus aisé de tromper l'épargne. Découragé par ses

placements malheureux, l'épargnant ne fait plus d'opérations et préfère laisser ses capitaux disponibles, soit dans les Caisses d'épargne, soit en dépôt dans les Banques, soit en report plutôt que de les investir en valeurs mobilières. « Chat échaudé craint l'eau froide », dit un vieux dicton : c'est là un proverbe qui s'applique malheureusement à l'épargnant français. C'est ce qui explique en partie que malgré les énormes disponibilités constatées dans les Banques, les Caisses d'épargne, si peu de capitaux prennent le chemin de la Bourse.

Il manque au capitaliste, un conseiller, un appui, mieux même, un « tuteur », en prenant le mot « tuteur » dans son sens juridique. L'épargnant est en effet, bien souvent un « mineur » qui ne possède ni l'expérience, ni les connaissances nécessaires et doit être protégé.

L'objet de notre thèse sera d'examiner si les sociétés de placement de capitaux qui existent dans certains pays étrangers et notamment en Angleterre et en Amérique où elles sont connues sous le nom « d'Investment Trust » peuvent jouer à l'égard de l'épargne, le rôle de refuge et permettre ainsi aux capitaux français de sortir de la réserve, improductive pour le pays, où ils restent actuellement.

Cette question, à laquelle nous essaierons de répondre dans la suite de notre travail, est d'autant plus actuelle que les Pouvoirs publics se préoccupent en ce moment de donner un statut légal aux sociétés de placement : nous croyons savoir, en effet, que le Gouvernement déposera, dès le début de la prochaine session parlementaire, un projet de loi réglementant ces sociétés.

Après avoir rappelé brièvement l'historique du développement des sociétés en Angleterre et aux Etats-Unis, nous examinerons successivement les avantages et les dangers de cette pratique nouvelle de placement des capitaux ; nous nous efforcerons ensuite de rechercher s'il ne serait pas possible de remédier aux dangers que nous aurons mis en lumière, par une réglementation appropriée.

Pour conclure, nous nous efforcerons d'établir s'il n'y aurait pas intérêt, pour la protection de l'épargne française, à acclimater en France les « Investment Trusts ».

Nous avons ainsi passé en revue le plan de notre travail que nous résumerons brièvement dans le petit tableau suivant :

Première partie. — Définition, principes, caractères et mécanisme des « investment trusts ».

Les différentes sociétés de participation : *sociétés de contrôle, sociétés de financement, sociétés de placement.*

Parallèle entre les sociétés de placement et les sociétés de contrôle (Holdings).

Différents types d' « Investment Trusts ».

Deuxième partie. — Les « Investment trusts » à l'étranger et en France.

I. En Angleterre. — II. En Amérique. — III. En France : Examen des conditions actuelles du marché financier français. — IV. Les sociétés de placement devant l'impôt.

Troisième partie. — Avantages, inconvénients et dangers des sociétés de placement.

Quatrième partie. — Recherche des mesures propres à écarter les dangers que peuvent présenter les sociétés de placement.

Le projet de réglementation de la Commission de l'épargne.

Conclusion.

PREMIÈRE PARTIE

Généralités

Définition, Principes, Caractères
et Mécanisme des « Investment Trusts »

CHAPITRE PREMIER

Définition et principes

On a déjà donné de nombreuses définitions des « Investment Trusts » ; l'opinion française commence, d'ailleurs, à se familiariser avec cette institution depuis que l'attention du grand public a été attirée sur le marché financier de New-York, en raison des mouvements importants tant dans le sens de la hausse que de la baisse, qu'a enregistrés ce marché.

Le capitaliste français s'est vite rendu compte, en effet, des répercussions que provoque, sur notre marché, la tenue des bourses étrangères et plus particulièrement de celle de New-York, bien que peu de valeurs américaines, — à l'exception de l'Utah Copper et de la Canadian Pacific — soient cotées à Paris. Par suite, cet intérêt s'est étendu aux institutions financières américaines et parmi elles, aux « Investment Trusts » que certains ont considéré comme responsables d'avoir provoqué, en grande partie, l'exagération des mouvements de bourse

constatés sur le marché de New-York pendant le cours de l'année 1929. Il est à remarquer, d'ailleurs, que l'opinion publique française, ne s'est guère intéressée aux « Investment Trusts » que depuis le développement considérable pris par ces sociétés aux Etats-Unis, alors que l'expérience anglaise, plus ancienne, mais moins bruyante, n'avait intéressé que nos économistes.

Parmi les définitions qui ont été données des « Investment Trusts », nous proposons de retenir celle-ci donnée par M. de Lander dans l'excellent travail qu'il a consacré aux « Investment Trusts » :

« Les Investment Trusts sont des institutions qui associent, au moyen de l'émission de leurs propres titres, les ressources financières d'un grand nombre de personnes, dans le but d'assurer à la masse du capital ainsi formée, et dans les conditions meilleures que ne pourrait le faire, pour sa part, chacun des associés, isolément, un emploi sûr et profitable,

a) « Par le placement des fonds recueillis dans des valeurs mobilières judicieusement classées et diversifiées, en observant une répartition rigoureuse des risques et en évitant de prendre le contrôle d'aucune affaire.

b) Par une gestion prudente et une surveillance attentive du portefeuille, de telle manière que l'on puisse escompter des capitaux investis :

- 1° Un taux d'intérêt élevé ;
- 2° Une sécurité moyenne satisfaisante ;
- 3° Des plus-values appréciables ;

En quelque sorte, « l'Investment Trust » est une asso-

ciation mutuelle de capitaux qui permet à chaque actionnaire, ne fut-il propriétaire que d'un titre de la société, de posséder des intérêts dans toutes les branches de l'activité humaine et dans un nombre d'industries considérable, réparties dans le monde entier.

C'est ce qu'a exprimé M. Druart sous une formule très heureuse que nous reproduisons ci-dessous :

« Un vieux dicton recommande de ne pas mettre tous
« ses œufs dans le même panier : Le trust de placement
« réalise cette sorte de prodige de permettre à celui qui ne
« possède qu'un seul œuf, de le placer néanmoins dans
« plusieurs centaines de paniers à la fois ».

Nous verrons, dans la suite de ce travail, tous les avantages que le capitaliste peut retirer de cette nouvelle formule de placement des capitaux ; toutefois, il convient, dès à présent, d'examiner les caractères et le mécanisme des « Investment Trusts ».

CHAPITRE II

Caractères des « Investment Trusts »

Nombre de sociétés comptent au nombre des postes de leur actif, une rubrique « Titres en portefeuille ». Pour beaucoup de ces sociétés, l'acquisition de titres n'est qu'un corollaire de leur activité principale.

A côté de ces sociétés, il en existe d'autres dont l'activité tend uniquement à l'acquisition de valeurs mobilières : ce sont les sociétés de titres ou sociétés de participation. Ces sociétés possèdent un caractère commun : aux titres qu'elles détiennent en portefeuille, elles substituent leurs propres titres, actions et obligations, qui demeurent entre les mains de leurs actionnaires et de leurs obligataires.

Présentant ce caractère commun, il existe néanmoins de nombreux types de sociétés de titres : « omniums », « holdings », « financial companies », « investment trusts », « sociétés de financement »... Si toutes ces sociétés consacrent leur activité à l'acquisition de valeurs mobilières, le but économique poursuivi varie profondément de l'une à l'autre.

Parfois il s'agira de sociétés qui, pour obtenir un meilleur rendement de leur affaire, des débouchés plus réguliers, rechercheront à obtenir le contrôle ou la direction de certaines entreprises spécialisées dans la même indus-

trie, ou dans des industries connexes : telles sont les sociétés de *contrôle* ;

parfois il s'agira de sociétés dont le but sera de financer des affaires, c'est-à-dire de procurer à ces affaires les capitaux qui leur sont nécessaires : on appellera ces sociétés, sociétés de *financement* ;

✓ parfois, enfin, la société de titres ne visera que le placement de manière à assurer aux capitaux investis, une grande sécurité, tout en recherchant le meilleur rendement. Ce sera le but poursuivi par les sociétés de *placement*.

On se rend compte, par cette rapide énumération des différents types de sociétés de participation, des profondes différences que l'on peut relever entre elles. Néanmoins, toutes ces sociétés conservent un caractère commun : elles substituent les propres titres de leur société, à ceux qui constituent leur actif, substituant ainsi leur crédit à celui qui est attaché aux valeurs composant leur portefeuille.

Parmi les sociétés de placement, nous distinguerons :

- a) Les sociétés de placement proprement dites ;
- b) Les sociétés de spéculation appelées, en Angleterre, « financial companies ».

Nous croyons utile de dire quelques mots des sociétés de spéculation, de manière à éviter toute confusion entre ces sociétés et les « investment trusts ».

La société de spéculation, par l'acquisition de valeurs mobilières, ne recherche qu'un but : la vente avec bénéfice, réalisée si possible dans le plus bref délai. Il en résulte que les placements effectués par de pareilles socié-

tés, présentent un caractère assez aventureux ; d'autre part, les profits réalisés sur ces opérations d'achat et de vente peuvent être distribués aux actionnaires d'une « Financial compagnie », ces profits étant le but recherché par la société, but en vue duquel les actionnaires ont placé leurs capitaux dans l'affaire.

Tout au contraire, « l'Investment Trust » possède le caractère d'une société de placement du type parfait. Encore devons-nous ouvrir ici une parenthèse, car l'orientation donnée par la finance américaine aux « Investment Trusts » existant aux Etats-Unis, a fait que ces sociétés ont trop souvent recherché le gain spéculatif, ce qui les a amenées à acquérir des titres dont l'attrait spéculatif peut faire passer au second plan, leur qualité intrinsèque. Par suite, la discrimination n'est pas toujours facile entre certains « Investment Trusts » américains et les sociétés de spéculation existant en Angleterre.

Cette parenthèse fermée et l'« Investment Trust » étant considéré non comme ce qu'il lui arrive d'être parfois, mais comme ce qu'il devrait être, il ressort donc que le but de « l'Investment trust » est le *placement* des capitaux en *valeurs mobilières*.

Nous dirons donc quelques mots de ces deux éléments, le placement d'une part, la valeur mobilière d'autre part.

Le placement. — Le *Dictionnaire Larousse* donne, pour le mot placement, la signification de « mettre à intérêt ». Il ressort donc que placer une somme donnée c'est employer cette somme de manière à ce que l'emploi qui

en est fait assure à la fois un intérêt et la conservation du capital engagé. Cette idée de placement n'évoque donc pas « de plano », l'idée d'une plus-value du capital. Seuls, la conservation du capital et l'intérêt servi ont été tout d'abord considérés comme les éléments qui conditionnent un placement. Le placement se comprenait d'ailleurs autrefois comme un prêt que l'on faisait directement à un emprunteur : le taux du prêt était quelquefois très élevé, atteignant le chiffre de 40 0/0 au cours du Moyen Age.

Ce n'est que petit à petit que la perspective d'une plus-value s'est fait jour lorsque le placement perdant son caractère obligataire a pris la forme, grâce aux participations dans les affaires, d'un achat par le capitaliste d'une part de l'actif d'une entreprise, part qui risque peut-être de se voir amputer, en cas de mauvaise gestion, mais qui, par contre, peut voir sa valeur augmenter considérablement, si cette entreprise se développe.

Cette idée de plus-value possible, liée d'ailleurs au risque de moins-value, s'est incorporée à la notion de placement et on peut dire maintenant qu'elle en est inséparable. Il y a lieu, d'ailleurs, de remarquer que si, pour le souscripteur initial d'une obligation ou d'un titre de rente, la possibilité d'une plus-value est minime, elle ne doit cependant pas être complètement écartée. En effet, d'une part, les émissions d'obligations ou de titres de rentes sont rarement faites au pair et, d'autre part, la baisse du loyer de l'argent provoque, sur le marché financier, la hausse des valeurs à revenu fixe qui peuvent arriver à dépasser notablement le taux de remboursement.

Nous pouvons donc dire que les trois éléments d'un placement sont les suivants :

- a) l'intérêt servi ;
- b) la sécurité ;
- c) la possibilité d'une plus-value.

L'importance respective de ces trois éléments est très variable selon que nous envisagerons des valeurs mobilières différentes. Le caractère dominant d'un titre peut être, soit son rendement, soit sa sécurité, soit la possibilité qu'il offre d'apporter une plus-value au capital engagé.

A mise de fonds équivalente, les placements très sûrs assurent un intérêt beaucoup moins élevé que ceux présentant des garanties moindres et qui doivent, par suite, apporter au capitaliste une rémunération plus forte. On peut, d'ailleurs, considérer que dans ce cas le montant de l'intérêt servi comporte une rétribution pour le risque couru par le capital : ce risque peut être parfois considérable, lorsque l'éventualité d'une défaillance du débiteur peut être envisagée.

Certains capitalistes peuvent même quelquefois négliger complètement le revenu et rechercher un placement susceptible d'assurer une grosse plus-value au capital engagé. L'exemple est fréquent, en matière immobilière, où les spéculations sur terrains ont souvent assuré, depuis la guerre surtout, des bénéfices considérables à ceux qui les ont tentées. Il en est de même pour l'acquisition de certaines valeurs mobilières, dont le rapport peut être nul.

Ce désir de spéculation a constitué, pour beaucoup,

l'élément primordial qui a conditionné les placements en valeurs mobilières, aussitôt après la guerre de 1914-1918. La rapide dévalorisation¹⁴² de notre monnaie a conduit l'épargnant à rechercher des placements tels qu'ils soient susceptibles de conserver leur valeur-or et, par suite, de voir leur cours augmenter en monnaie dépréciée, ce, au fur et à mesure que s'avilissait le pouvoir d'achat de la monnaie. C'est ce qui explique la frénésie de spéculation qui a dominé notre marché pendant les années qui ont suivi la guerre, ainsi que la faveur qui s'est attachée aux valeurs à revenu variable — actions, parts de fondateur — principalement étrangères, au détriment des valeurs à revenu fixe.

L'heureux rétablissement de notre situation financière, due autant à l'action du Parlement et du Gouvernement français, qu'à l'intervention vigoureuse de notre institut d'émission, la Banque de France, intervention à laquelle il nous plaît de rendre ici un modeste hommage, a transformé totalement les dispositions d'esprit de l'épargnant français qui est revenu maintenant à une appréciation plus juste de la valeur respective des éléments qui doivent justifier l'acquisition d'une valeur mobilière.

Les valeurs mobilières. — Nous avons dit plus haut que « l'Investment Trust » se limite à l'acquisition de valeurs mobilières, à l'exclusion de tout placement immobilier. Il convient donc de rappeler ce que l'on entend par « valeur mobilière ». Sous cette dénomination, on comprend les titres d'emprunts publics, de collectivités ou de sociétés — actions de différents types, parts de fondateur,

obligations, bons, titres de rentes — et en un mot, tout titre de cette nature, qu'il revête soit la forme au porteur, soit la forme nominative.

Ce qui constitue, pour le capitaliste, le principal attrait des valeurs mobilières, est la facilité avec laquelle elles peuvent se négocier sur les marchés spéciaux créés à cet effet, les Bourses de valeurs.

C'est d'ailleurs par l'intermédiaire de ces marchés financiers que les « investment trusts » doivent opérer, en principe, leurs acquisitions de valeurs mobilières¹¹. Nous verrons, en effet, dans la suite de notre travail, que des dispositions soit en vigueur, soit en projet, dans des pays différents, réglementent de manière sévère, les conditions dans lesquelles les titres émis par les sociétés par actions peuvent être souscrits par les « Investment Trusts ». Ces dispositions ont pour but d'éviter que les sociétés de placement ne puissent étendre leurs opérations à la création et au lancement d'entreprises, ni participer à des syndicats.

Il est bien entendu qu'il ne s'agit là que d'une réglementation et non d'une prohibition, car il est des cas où ces opérations, non seulement ne présentent pas pour le trust de placement ce caractère de danger, mais encore permettent d'effectuer des acquisitions de titres à des conditions très intéressantes.

Telles sont les souscriptions aux augmentations de capital de sociétés, dont l'« investment trust » possède déjà des titres en portefeuille ; telles sont encore les souscriptions aux emprunts d'Etats, de collectivités, en valeurs à revenu fixe, titres de rente, bons, obligations.

Les « Investment Trusts » et les « Holdings ». *Parallèle.* — Nous voyons donc, par ce qui précède, que le but des opérations des « Investment Trusts » est d'employer les capitaux de la société à l'acquisition de *valeurs mobilières*, ce, en vue du *placement*. Cette définition nous permettra de distinguer les « investment trusts », des nombreuses sociétés de titres qui existent en France à l'heure actuelle, où elles sont connues sous le nom de « Holdings » et d'« Omniums ». La confusion entre les « investment trusts » et les « holdings », « omniums » est si fréquente, qu'il nous paraît nécessaire de les différencier, ce qu'il nous sera aisé de faire, si nous recherchons le but économique poursuivi par ces deux types différents de sociétés de titres.

Ainsi que nous l'avons fait ressortir, les « investment trusts » procèdent à l'acquisition de valeurs mobilières en vue du placement, le mot placement étant pris dans le sens que nous avons mis en lumière. Le trust de placement agit, somme toute, comme un particulier qui recherche pour ses capitaux, l'emploi le plus rémunérateur et le plus sûr.

Les « holdings » sont, par contre, des sociétés qui cherchent, en procédant à l'acquisition de valeurs mobilières, à obtenir le contrôle, la direction de certaines entreprises. Les sociétés « holdings » rentrent donc dans la catégorie des sociétés de contrôle dont nous avons dit quelques mots précédemment (voir page 15).

Quel est le rôle économique de la société de contrôle ?

Dans l'ouvrage consacré par M. Louis Janin, aux so-

ciétés de participations, nous relevons la définition suivante :

« On peut désigner, sous le nom générique de société de
« contrôle, toute société qui acquiert des titres d'une ou
« plusieurs entreprises avec l'intention de bénéficier de
« l'influence attachée à la possession de ces titres.

« Les dirigeants d'une telle société peuvent rechercher
« divers degrés d'influence sur l'entreprise dont ils se
« procurent les titres. Dans certains cas, ils ne visent que
« l'établissement de relations plus ou moins serrées,
« leur but est d'avoir un simple droit de regard ; ou bien
« ils désirent être représentés par un administrateur au
« sein du Conseil de l'entreprise, afin de posséder une
« voix dans ses délibérations ; ou bien ils veulent assurer
« à leur opinion, l'influence que l'on reconnaît à celle
« d'un actionnaire important.

« Dans d'autres cas, les dirigeants de la société con-
« trôlant tiennent à avoir une influence absolument
« déterminante ; ils acquièrent alors un nombre de titres
« suffisant pour pouvoir imposer leur volonté à l'entre-
« prise contrôlée. Une participation dans les titres d'une
« autre société peut donc traduire, selon les cas, des rela-
« tions de coordination ou de subordination ; de toute
« façon le but économique d'une telle participation est le
« même : établir entre plusieurs entreprises une liaison
« susceptible d'assurer une meilleure organisation de la
« production ».

Il est à remarquer, d'ailleurs, que le contrôle d'une société par actions peut être obtenu sans qu'il soit nécessaire de détenir rigoureusement la majorité des voix plus

une. Il suffit, en réalité, de posséder un nombre d'actions s'élevant environ à 30 ou 40 0/0 du capital de la société que l'on désire contrôler, suivant que les actions, demeurant dans le public, sont plus ou moins divisées. Et encore, nous faut-il signaler que la pratique des actions à vote plural, heureusement supprimées pour l'avenir, par la loi récente du 26 avril 1930, permet de contrôler une affaire tout en n'immobilisant qu'un capital très minime.

Les sociétés « holdings » peuvent ainsi contrôler des affaires dont le champ d'activité peut être soit similaire — et c'est la participation dite horizontale — soit tributaire l'un de l'autre — et c'est la participation dite verticale. De cette manière, les « holdings » peuvent, dans une industrie déterminée, éviter ou atténuer les effets de la concurrence, créer des débouchés, assurer l'apport régulier des matières premières, etc... On voit, dès lors, combien le but économique des « holdings » diffère de celui des « trusts de placement ».

— La société de placement recherche avant tout, nous le verrons d'ailleurs plus longuement par la suite, la *division* et la *compensation* des risques en investissant ses capitaux dans le plus d'affaires possible, réparties dans le plus grand nombre de branches de l'activité humaine, et, par suite, dans des industries non seulement différentes, mais parfois d'intérêts opposés.

Tout au contraire, la « holding » créée pour obtenir le meilleur rendement dans une industrie donnée, procurer des débouchés, et provoquer la concentration des entreprises ou tout au moins leur entente, limite son por-

tefeuille à l'acquisition de titres de sociétés spécialisées dans la même industrie ou dans des industries connexes et dont il est intéressant d'obtenir, soit de bon gré, soit par contrainte, la collaboration.

— Un « investment trust » n'a pas d'intérêt, d'autre part, à prendre une participation importante dans une affaire déterminée. Bien au contraire, l'expérience et la raison lui commandent, pour limiter sa perte, en cas de défaillance d'une entreprise, de limiter également l'importance du pourcentage de ses différentes participations par rapport au capital de chaque affaire.

Il n'en est pas de même pour une « holding » qui, recherchant une influence prépondérante dans la direction d'une affaire, devra posséder un nombre d'actions de cette affaire, tel qu'il pourra lui assurer l'influence recherchée. L'importance de ce pourcentage pourra atteindre 30, 40 et même 50 0/0 du capital des entreprises dont la « holding » recherche le contrôle — suivant que les actions sont plus ou moins morcelées — si la « holding » tient à s'assurer la domination absolue d'une affaire.

— Les « Investment Trusts » ne financent pas, comme le font les Banques d'affaires, les sociétés industrielles ou les collectivités ; s'il leur arrive fréquemment de souscrire aux augmentations de capital effectuées par les sociétés dont ils détiennent des titres en portefeuille, on ne peut considérer cette opération comme une opération de financement. La société de placement ne fait qu'exercer, en cette occasion, le droit qui est attribué à tout actionnaire. Par contre, une société « holding » est souvent conduite à avancer des capitaux aux entreprises qu'elle

contrôle, agissant en cette occasion comme une véritable société de financement.

— Enfin, on peut remarquer que les « investment trusts » font une part, le plus souvent assez large, puisqu'elle atteint de 40 à 50 0/0 du capital de la société, aux placements en valeurs à revenu fixe, obligations, bons, titres de rente.

Ces valeurs ne présentent, par contre, aucun intérêt pour la holding qui ne pourrait en posséder en portefeuille que tout à fait accessoirement. Pour la « holding », en effet, seuls n'ont d'intérêt que les titres auxquels sont attachés un droit de vote dans les assemblées et par suite, auxquels il appartient un droit d'administration des affaires de la société ; les titres qui sont dans ce cas, sont les actions de différents types, et parmi elles, celles qui ont un droit de vote privilégié (actions à vote plural) ou intégral (actions ordinaires).

Pour nous résumer, « l'investment trust »³⁷ place les capitaux dont il dispose, dans un but *financier* avant tout : la perception des intérêts, des dividendes, la conservation du capital engagé figurent au premier rang des préoccupations des administrateurs d'une société de placement. Le droit d'administration attaché aux actions détenues par « l'investment trust » est exercé, il est vrai, mais l'exercice de ce droit n'est effectué qu'accessoirement.

Le but des sociétés « holding » est avant tout *économique*. Ce qui constitue pour les sociétés³⁸ de contrôle l'élément principal d'une action, c'est le droit de vote³⁹ attaché au titre. Le droit au dividende, s'il n'est pas négligé

par la société, ne constitue pas pour elle, le but recherché. C'est ce qui explique d'ailleurs, que notre législation actuelle très défavorable aux sociétés de participation en raison du cumul des impôts sur l'encaissement des dividendes, n'a pas empêché la création de nombreuses sociétés « holdings », alors qu'elle a empêché pour ainsi dire toute création de sociétés de placement.

Nous pensons avoir fait ressortir clairement par les remarques qui précèdent, les différences importantes qui séparent ces deux formes de sociétés de participation que sont les sociétés de *placement* et les sociétés de *contrôle*. Il convenait, à notre avis, de souligner tout particulièrement ce parallèle, car la confusion entre ces deux types de sociétés est courante pour beaucoup. Il est à noter d'ailleurs, que le risque qui s'attache aux actions de « holdings », spécialisées dans une industrie déterminée, est plus fort que celui qui s'attache aux titres d'« investment trusts » et par suite, la confusion serait de nature à nuire au développement des sociétés de placement en France.

CHAPITRE III

Mécanisme des « Investment Trusts »

Après avoir exposé ainsi les caractères des « investment trusts », et fait ressortir sur quels points les sociétés de placement se différencient des « holdings », il convient d'examiner par quel mécanisme les « investment trusts » groupent les capitaux et substituent leurs propres titres à ceux qui composent leur portefeuille.

La formation normale d'une société de placement suppose le versement préalable par les actionnaires, du capital souscrit, permettant ainsi la constitution progressive du portefeuille de l'« investment trust ».

En réalité, ce processus n'est pas toujours celui qui est suivi par les « investment trusts » et notamment par certains « investment trusts » américains. Tels sont les trusts du type fixe ou rigide dont le portefeuille est constitué avant que le trust soit fondé, l'avance des fonds nécessités par l'achat des valeurs étant faite soit par une banque, soit par une société de placement existant antérieurement, soit par un gros capitaliste. Les valeurs acquises sont déposées dans un établissement bancaire qui se porte garant de leur existence et l'actionnaire sait, en souscrivant une action d'un « investment trust » fixe que le titre ainsi souscrit représente la n...ième part d'une masse de valeurs dont il connaît la liste dé-

taillée, ce qui lui permet, par suite, de calculer la valeur du titre dont il se rend acquéreur.

On voit donc qu'il existe différents types de sociétés de placement qu'il paraît intéressant de passer rapidement en revue. On peut classer les « investment trusts » existants, de la manière suivante, selon qu'ils ont adopté pour leur fonctionnement, tel ou tel mécanisme :

- a) les « investment trusts » du type discrétionnaire ;
- b) les « investment trusts » du type fixe ou rigide ;
- c) les « investment trusts » du type demi-fixe

a) *Investment trust du type discrétionnaire.* (1) — Dans un « investment trust » du type « discrétionnaire », les administrateurs, dans la limite des réglementations qui peuvent exister dans le pays où a été créé le trust, ont toute latitude pour effectuer les placements au mieux des intérêts de la société. Il arrive que les statuts des « investment trusts » de ce type fixent le pourcentage du capital à investir dans telle ou telle industrie déterminée (pétrole, charbonnages, valeurs de navigation...) mais cette répartition est laissée, le plus fréquemment, à l'appréciation des dirigeants de la société.

La plupart des trusts anglais et écossais, de nombreux trusts américains sont des « investment trusts » du type discrétionnaire. Nous verrons, par la suite, que les résultats des sociétés de placement de ce type, et plus particulièrement des « investment trusts » britanniques, sont très satisfaisants et que les capitalistes qui leur ont fait confiance, n'ont eu qu'à s'en féliciter. Le régime des

(1) Ces trusts sont également dénommés « à gestion libre »

trusts du type discrétionnaire est très souple et permet aux administrateurs de modifier l'orientation et la composition du portefeuille de la société de placement, suivant les circonstances économiques et les perspectives de tel marché ou de telle industrie.

Par contre, il est bien évident que cette liberté, ainsi laissée aux administrateurs, peut présenter de graves inconvénients si ces dirigeants ne possèdent pas les qualités d'expérience, de jugement, de connaissances et surtout d'intégrité désirables.

Certes, il dépend de l'actionnaire de ne confier ses capitaux qu'à des sociétés de placement dont les administrateurs lui donnent toute confiance ; néanmoins, il nous semble qu'il serait souhaitable de voir notre législation adopter certaines dispositions — que nous examinerons par la suite — qui seraient de nature à garantir une bonne gestion des sociétés.

b) « *Investment trust* » du type fixe ou rigide. — Ainsi que nous l'avons indiqué brièvement plus haut, le portefeuille d'un trust de type fixe est constitué avant même que la société de placement ne soit créée.

Les titres sont déposés par le capitaliste ou l'établissement de crédit qui a fait l'avance des fonds, dans une banque qui se porte garant de leur existence et le portefeuille ainsi composé n'est pas susceptible de modifications durant toute l'existence du trust.

Les difficultés d'administration et de gestion d'une société de placement de ce type sont, par suite, réduites au minimum. Le portefeuille d'un « *investment trust* »

du type rigide ne comprend, généralement, que des actions ordinaires et pas de titres à revenu fixe pour lesquels il se présenterait, par la suite, des opérations nécessitées par les remboursements et les conversions. Les droits de souscription aux augmentations de capital ne sont pas exercés et sont négociés.

La « rigidité » des « investment trusts » de ce type, semble présenter de gros inconvénients.

Tout d'abord, il n'est pas possible pour une société de placement adoptant un fonctionnement semblable, de modifier la composition de son portefeuille suivant l'évolution des conditions économiques. D'autre part, le trust ne peut, ni vendre des titres en cas de hausse, ni liquider une participation prise dans une entreprise dont la mauvaise gestion peut provoquer la perte totale du capital investi dans l'affaire par la société.

Enfin, l'importance considérable du choix des valeurs du trust, semble constituer un gros écueil puisque les dirigeants ne peuvent réparer leur erreur par la suite. N'y a-t-il pas de ce fait plus qu'une difficulté et paraît-il possible de prévoir, d'aussi loin, l'avenir ?

Il y a là, évidemment, un sérieux obstacle mais l'expérience montre que les trusts de ce type, dont le nombre est beaucoup moins important que celui des trusts discrétionnaires et ne paraît pas en progression, ont donné jusqu'ici, de bons résultats. On peut, d'ailleurs, en ce qui concerne les objections que nous avons signalées, noter quelques remarques

S'il est parfois intéressant de vendre un titre que l'on estime avoir atteint un cours trop élevé et, suivant une

expression couramment employée, de prendre son bénéfice, on risque quelquefois, à la suite de cette opération, de laisser échapper une excellente valeur dont les cours peuvent, après un tassement passager, reprendre de nouveau leur progression. C'est le risque des « aller et retour » qui, s'ils procurent parfois des bénéfices intéressants, conduisent le plus souvent les capitalistes à laisser échapper des titres excellents qu'ils se trouvaient posséder.

— D'autre part, l'expérience montre que les conséquences, pour l'équilibre d'un trust fixe, de la défaillance d'une des valeurs comprises au portefeuille, ne sont pas aussi considérables qu'on pourrait le craindre à première vue. C'est ce qui ressort des lignes suivantes empruntées à l'intéressant ouvrage de M. de Lander sur les « Investment Trusts ».

« Le risque industriel est pratiquement éliminé par une « judicieuse répartition des fonds. L' « American Basic « Business Shares corporation » (qui est un trust américain du type fixe) en fournit l'exemple suivant, auquel « le cas extrême envisagé, prête une certaine éloquence.

« Si le 1^{er} janvier 1900, un capitaliste avait placé au « cours moyen de l'année, une somme égale dans 30 sociétés dont la « National Biscuit Company » et si, par « la suite les 29 autres avaient complètement disparu, « son capital primitif n'en aurait pas moins été intact, « car au 30 juin 1928, l'action National Biscuit Cie valait « 36 fois plus qu'en 1900. A supposer qu'au lieu de la « National Biscuit Cie, il eut possédé l'Américan Radiator, la proportion eut été de 63 au lieu de 36 ».

Sans constater des proportions aussi fortes dans les mouvements de hausse enregistrés sur les bonnes valeurs de notre marché, on pourrait trouver également des exemples intéressants, telle l'action Suez qui cotait environ 3.500 en 1900, alors que les cours de ce titre, au début de l'année 1930, se sont tenus aux environs de 20.000 francs (1), pour une action dédoublée, ce qui équivaut, par suite, à un cours de 40.000 francs pour l'action primitive. Il faut tenir compte, il est vrai, dans le calcul réel de la plus-value, de la dévalorisation de notre monnaie.

Les « Administratie Kantooren ». — Nous croyons intéressant, avant d'en terminer avec les trusts du type fixe, de dire quelques mots de l'institution hollandaise des « Administratie Kantooren » qui présentent avec ces trusts certaines analogies.

Sous cette dénomination d'« Administratie Kantooren » ou comptoirs d'administration, existent en Hollande, des établissements qui émettent des certificats nominatifs représentatifs de titres qu'ils détiennent en portefeuille. Les « Administratie kantooren » ont été créés, à leur origine, pour faciliter les négociations sur les titres de rente hollandaise : ces valeurs sont en effet nominatives, alors que les certificats émis par les « Administratie Kantooren » revêtent la forme « au porteur » ce qui permet des transactions plus faciles.

Par extension, les comptoirs d'administration hollan-

(1) Par suite de la baisse persistante du marché de Paris, les cours de l'action Suez ont été ramenés aux environs de 16.000 francs (octobre 1930).

dais ont étendu ce système à certaines valeurs étrangères d'un prix plus élevé, — telles par exemple, les actions Banque de France — pour lesquelles ils ont émis en contre-partie, des certificats fractionnels. Par la suite, et d'après le même principe, ces établissements ont créé des certificats représentant une quote-part d'une masse de certaines valeurs. C'est ainsi, par exemple, qu'il a été émis par l'un de ces comptoirs, des certificats représentatifs, pour un pourcentage de capital équivalent, d'actions Banque de Paris et des Pays-Bas, Crédit Lyonnais et Comptoir National d'Escompte de Paris.

Dans cette dernière extension de leur activité, les « Administratie Kantooren » ont de nombreux points de contact avec les « Investment Trusts » du type fixe, spécialisés dans les placements en valeurs d'une industrie déterminée, en titres bancaires, dans l'exemple que nous avons cité. Pour les « Administratie kantooren », comme pour les trusts du type rigide, il y a substitution de titres.

Toutefois, alors que le trust de placement fonctionne en quelque sorte comme une association mutuelle de capitaux, les « Administratie kantooren » constituent des organismes qui cherchent à retirer de la création et de la mise en circulation des certificats de titres, un profit distinct de celui qui peut être obtenu par l'acquéreur du certificat.

Néanmoins, il nous paraissait intéressant de faire ce rapprochement qui nous a permis de dire quelques mots d'une institution encore trop peu connue de notre pays.

c) « *Investment Trusts* » du type *demi-fixe*. — Il existe enfin des trusts de placement dont le fonctionnement, tout en reposant sur un principe analogue à celui des trusts fixes, laisse aux administrateurs, un rôle plus actif.

Pour les sociétés de ce genre, le portefeuille du trust est également constitué avant souscription des actions du trust, le produit de cette souscription servant à rembourser l'établissement fondateur des fonds déboursés pour l'acquisition des valeurs composant ledit portefeuille. Toutefois, alors que pour les trusts fixes, il ne peut être apporté aucun changement à la composition du portefeuille, les administrateurs des sociétés de placement demi-rigides ont la faculté, dans les conditions fixées par les statuts, de vendre des titres appartenant à la société, à la condition de remployer intégralement le montant de cette vente en l'achat de valeurs prises dans une liste de remplacement établie à la constitution du trust de placement.

Cette vente peut être faite :

a) soit lorsque les titres visés sont en bénéfice sur leur cours d'achat ;

b) soit lorsque les titres d'une entreprise risquent, en raison de sa mauvaise gestion, de voir leur valeur sérieusement réduite.

Les « *Investment Trusts* » du type *demi-fixe* peuvent, d'autre part, exercer les droits de souscription aux augmentations de capital des titres qu'ils détiennent ; en ce cas, le montant des sommes exigées par cette souscrip-

tion est prélevé sur un fonds de réserve alimenté par les profits réalisés sur les ventes de titres avec bénéfice.

Il est à noter, toutefois, que certaines sociétés de placement du type demi-fixe procèdent comme les « investment trusts » fixes et distribuent à leurs actionnaires, le produit de la vente des droits de souscription, qui sont négociés en Bourse.

Pour nous résumer, les trusts de placement du type demi-fixe, semblent présenter des avantages sur ceux du type rigide ; ces avantages sont-ils réels ?

Les partisans des investment trusts fixes pourront remarquer, avec quelque apparence de vérité, que la faculté de vendre les titres lorsque ceux-ci sont en bénéfice, peut conduire la société de placement à réaliser les valeurs qui, par leur hausse ultérieure, auraient justement assuré l'équilibre du portefeuille du trust. Il est à remarquer, d'ailleurs, que les circonstances qui permettent de procéder à des réalisations de titres, sont à l'opposé les unes des autres, puisqu'elles peuvent être motivées soit par une prise de bénéfice, soit par une vente en perte.

En quelque sorte les « investment trusts » du type demi-rigide peuvent être assimilés à des sociétés de placement discrétionnaires imparfaites et le mécanisme de ces trusts ne paraît pas constituer un progrès.

De ce rapide examen, nous pourrions conclure que c'est la forme discrétionnaire qui constitue pour les sociétés de placement, le régime le plus souple et le plus favorable.

d) *Un Trust français : « L'Union Trust »*. — Pour terminer, nous dirons quelques mots des conditions de

fonctionnement d'une société de placement existant en France et qui, tout en laissant aux administrateurs une grande liberté d'action, soumettent cependant les placements effectués à certaines conditions que nous allons examiner. Nous voulons parler de « l'Union Trust » fondé en 1928 par l'Union syndicale financière. Cette société a fixé dans ses statuts, dont nous donnons ci-dessous un extrait, le pourcentage de son capital, qui pourra être placé dans telle catégorie de valeurs ou dans telle industrie :

« Les facteurs fondamentaux de l' « Union Trust » résident dans les conditions restrictives de son activité :

« 1° Le capital de l'Union Trust sera investi en valeurs « cotées.

« 2° La prise de participation ne pourra, en aucun cas, « excéder 4 0/0 du capital du trust dans la même entreprise .

« 3° L'Union Trust ne pourra jamais consacrer plus de :

« 30 0/0 du capital en valeurs étrangères, capital investi au 30 juin 1929.	1,82 0/0
« 25 0/0 du capital en obligations, capital investi au 30 juin 1929	2,58 0/0

« 4° L'Union Trust ne pourra jamais immobiliser plus « de :

En valeurs

	Capital investi au 30 juin 1929
« 10 0/0 de son capital d'alimentation et hôtels. . .	1,81 0/0
« 10 0/0 — — d'assurances.	—
« 10 0/0 — — de banques.	8,88 0/0
« 10 0/0 — — de canaux.	0,88 0/0

En valeurs de

« 10 0/0 de son capital	de caoutchoucs.	5,59 0/0
« 5 0/0 — —	de carrières, ciments et matériaux de construction. .	1,18 0/0
« 10 0/0 — —	de chemins de fer et tramways.	1,31 0/0
« 5 0/0 — —	de comptoirs et sociétés commerciales	1,01 0/0
« 10 0/0 — —	diverses.	2,87 0/0
« 10 0/0 — —	docks et eaux.	—
« 10 0/0 — —	d'électricité.	7,53 0/0
« 10 0/0 — —	d'électrochimie.	4,32 0/0
« 5 0/0 — —	de filatures.	—
« 5 0/0 — —	de forges et fonderies. . .	3,29 0/0
« 5 0/0 — —	de gaz	0,97 0/0
« 10 0/0 — —	de houillères.	0,47 0/0
« 10 0/0 — —	d'industries agricoles . . .	0,10 0/0
« 10 0/0 — —	de mines métalliques . . .	5,12 0/0
« 10 0/0 — —	de pétroles.	5,52 0/0
« 5 0/0 — —	de phosphates et salines. .	—
« 10 0/0 — —	de ports et transports. . .	3,46 0/0
« 10 0/0 — —	de produits chimiques. . .	4,80 0/0
« 10 0/0 — —	de sociétés foncières et immobilières	2,28 0/0
« 10 0/0 — —	de textiles naturels et artificiels.	2,35 0/0
« 10 0/0 — —	de transformation de métaux constructions mécaniques et électriques . . .	2,43 0/0
« 10 0/0 — —	de Trusts et sociétés financières.	9,01 0/0

« 5° Le trust s'interdit toutes opérations de banque, avances en compte courant, escompte, crédit.

« 6° Le trust ne participe pas à la direction des affaires et s'interdit toute majorité d'entreprise ».

On voit, par l'exposé de ces statuts, que l'Union Trust

tout en s'apparentant aux « investment trusts » de type discrétionnaire, s'est efforcé de donner toute garantie à l'épargne, en limitant les pouvoirs des administrateurs. L'objection qui peut être faite à ce système est que la société peut avoir intérêt à augmenter le pourcentage de ses placements dans une industrie déterminée, en prévision de circonstances économiques particulières. Cette objection n'est cependant pas sans réponse, car les prévisions les plus fondées peuvent ne pas se réaliser, et, d'autre part, le but du trust est le *placement* et non la spéculation.

Mécanisme par lequel les « investment trusts » groupent les capitaux. — Il convient d'examiner sous quelle forme les sociétés de placement étrangères font appel à l'épargne.

Alors qu'une société ne possède existence légale, dans notre pays, que lorsque le capital en est entièrement souscrit, et que le quart au moins de ce capital est effectivement versé, il n'en est pas de même dans les législations anglaise (1) et américaine. En Angleterre, une société possède existence légale, à partir du moment où ses statuts ont été officiellement déposés aux minutes de l'administration compétente, qui est le bureau de l'enregistrement des sociétés. La législation anglaise n'exige pas, d'autre part, pour que la constitution de la société soit régulière, que le capital soit entièrement souscrit. C'est d'ailleurs, ce qu'il est possible de constater dans les

(1) The « Companies act » (1862).

bilans des sociétés anglaises où il est indiqué le montant du capital autorisé, et en regard de ce chiffre, le montant du capital émis, c'est-à-dire souscrit par le public.

Le développement d'une société anglaise peut, ainsi, suivre une progression plus rationnelle que celui d'une société française qui est contrainte d'avoir recours à des augmentations de capital successives.

Grâce aux actions émises et souscrites par les épargnants, la société de placement groupe les capitaux qui lui sont nécessaires et, d'autre part, le capitaliste en acquérant une action d'un « investment trust », achète une part du portefeuille de la société, sans que, bien entendu, sa responsabilité pécuniaire puisse excéder le montant de l'action souscrite.

Les actions offertes aux capitalistes par les « investment trusts » peuvent être soit des actions « ordinaires », soit des actions « privilégiées », appelées quelquefois aussi, actions de « préférence ». Nous rappellerons brièvement que les actions « privilégiées » sont des titres dont le droit à un intérêt statutaire, le plus souvent cumulatif d'ailleurs, doit recevoir satisfaction avant toute distribution d'intérêt et de dividende aux actions ordinaires. De même, les actions privilégiées possèdent un droit préférentiel, lors de la liquidation de la société, à la répartition de l'actif.

Par contre, les actions de préférence ne participent aux super-bénéfices que dans une proportion inférieure à celle attribuée aux actions ordinaires.

En tout état de cause, qu'il s'agisse d'actions ordinaires ou qu'il s'agisse d'actions de préférence, ces titres repré-

sentent pour leurs détenteurs, une part dans l'actif social du trust de placement.

Mais, les actions ne sont pas les seuls titres émis par les « investment trusts » américains ou britanniques. Nous pouvons remarquer, en effet, que de nombreuses sociétés de placement procèdent à des émissions d'obligations. Nous estimons qu'il y a là, une pratique regrettable et qu'il conviendrait, à défaut d'interdiction, de réglementer très sévèrement.

En effet, le but de toute société de placement est d'assurer aux capitaux investis, une sécurité très grande en obtenant pratiquement, par la diversification des placements, l'élimination du risque.

Il est facile de se rendre compte que les émissions d'obligations ont pour conséquence d'augmenter le risque, pour chaque action du trust. En effet, le montant des emprunts obligataires est également investi en valeurs mobilières et le risque de ces placements, en raison du caractère privilégié de toute dette obligataire, vient s'ajouter à celui que supportait déjà le capital « actions » du trust.

C'est ainsi que si nous prenons, par exemple, une société de placement d'un capital donné, on peut évaluer à un chiffre X, le risque incorporé à chaque action, si cette société n'effectue que le placement des fonds provenant de son capital. L'importance X de ce risque, se trouvera doublée, triplée... si le trust de placement se procure des ressources nouvelles par un emprunt obligataire d'un montant égal à son propre capital, ou double de celui-ci.

Il résulte de ce qui précède, qu'il faut réglementer très sévèrement la faculté pour les « investment trusts » d'avoir recours à des emprunts obligataires. Dans cet ordre d'idées, la réglementation californienne (1) stipule que les « investment trusts » ne pourront contracter d'emprunt pour un montant supérieur à 50 0/0 de leur actif réalisable (et non de leur capital).

Il est désirable, croyons-nous, d'aller plus loin encore et de refuser aux sociétés de placement la possibilité de se procurer des ressources par des emprunts obligataires, afin de conserver aux sociétés de placement leur caractère d'association mutuelle de placement des capitaux.

Convient-il d'adopter une dénomination française pour désigner les « Investment Trusts » ? — Avant de tracer un historique rapide des sociétés de placement, il serait intéressant de rechercher s'il n'y aurait pas intérêt à trouver, pour désigner cette forme nouvelle de sociétés, une appellation française. La désignation d'« Investment Trust » est, en effet, trop peu familière à beaucoup et certains se trouvent conduits à employer l'expression « holding » qui est impropre en matière de société de placement ainsi que nous l'avons déjà montré.

Les Allemands qui affectionnent tout particulièrement les mots composés ont adopté le mot de « Kapitalanlagegesellschaft » ce qui signifie littéralement « sociétés de placement de capitaux ». Cette appellation présente le défaut d'être longue, et nous pensons qu'en l'écour-

(1) Voir page 161.

tant sous la forme de « société de placement », elle répond à la désignation que nous recherchons.

Cette appellation nous apparaît moins restrictive que celles d'associations mutuelles, de coopératives, ou de compagnies de placement qui ont été parfois employées.

L'accueil favorable qui est fait souvent aux expressions anglo-saxonnes peut faire penser que celle d' « investment trust » s'acclimatera dans notre pays et nous ne voyons pas qu'il y ait d'inconvénient à l'employer concurremment avec la dénomination « société de placement » que nous proposons. Le mot « trust » qui dérive du vieux mot français « truster », c'est-à-dire faire confiance, évoque d'ailleurs, par le sens économique attaché à ce mot, une idée de groupement qui paraît assez juste, puisque les « investment trusts » avant même d'être des sociétés de placement, sont des sociétés de groupement des capitaux.

DEUXIÈME PARTIE

Les « Investment Trusts » à l'Etranger et en France

Après avoir ainsi défini les « investment trusts », recherché quels sont leurs caractères et leur mécanisme, nous nous proposons de donner un bref raccourci de l'historique de ces sociétés. Nous nous attacherons surtout, au cours de cette étude, à rechercher si les « investment Trusts » ont répondu à ce qu'on attendait d'eux, et si le développement des trusts n'a pas été puissamment facilité par certaines dispositions particulières du marché financier. En ce qui concerne plus particulièrement les résultats des « investment trusts », si nous pouvons faire état de ceux obtenus par les sociétés de placement britanniques, dont certaines existent depuis plus de 50 ans, nous ne pourrions tirer de l'expérience américaine, des déductions aussi rigoureuses. D'ici quelques mois, il sera très intéressant de rechercher si les dernières crises de Wall Street ont eu, sur les résultats et le développement des « investment trusts » aux Etats-Unis, les conséquences que l'on peut être en droit de craindre.

En Angleterre, les sociétés de placement ont eu à traverser des crises analogues et si de rares sociétés ont sombré, la grande majorité des « investment trusts » a su triompher de ces secousses.

Pour regrettables qu'elles soient, les crises économiques et financières ont pour conséquence de grandir les organismes qui savent leur résister ; elles sont pour l'activité humaine, des épreuves qui amènent les entreprises à se ramasser sur elles-mêmes pour mieux lutter. Conduites à comprimer leurs stocks, réduire leurs dépenses non productives, refondre leur organisation, les entreprises bien dirigées se trouvent, après une crise, mieux armées pour soutenir la lutte économique et pour profiter de la reprise qui ne manque jamais ensuite de se produire.

CHAPITRE PREMIER

Les « Investment Trusts » en Angleterre

I. *Historique.* — C'est pourquoi l'examen de l'expérience anglaise des trusts de placement est d'un précieux enseignement. Le marché de Londres a traversé des dépressions très fortes, parmi lesquelles on peut citer la crise Baring qui de 1890 à 1895 secoua profondément le « Stock Exchange » et la chute des titres de mines d'or qui fit subir des pertes très sensibles au portefeuille anglais, lequel s'était montré particulièrement empressé envers les placements en titres de cette nature.

Bien que ces dépressions boursières aient provoqué quelques défaillances ainsi que la réorganisation du capital de certaines sociétés, elles n'ont pas arrêté néanmoins le développement des « investment trusts » britanniques.

En Ecosse. — C'est en Ecosse que furent créés, vers le milieu du xix^e siècle, les premiers groupements de capitaux reposant sur le principe des « investment trusts », c'est-à-dire la diversification des placements, en vue d'obtenir la sécurité des capitaux.

Ces organisations conservèrent, toutefois, pendant longtemps, un caractère privé. Les fonds étaient confiés par quelques gros capitalistes à un homme de confiance appelé « trustee » — celui à qui il est fait confiance. Le

rôle qui se trouvait ainsi imparti aux « trustee » écossais, se rapproche de celui qui incombe actuellement aux administrateurs de fortunes.

Toutefois, l'administrateur de fortune gère les fonds qui lui sont confiés par compte individuel de client, alors que le « trustee » écossais formait avec tous les capitaux qui lui étaient confiés, une masse qui lui permettait de constituer un portefeuille réparti en de nombreuses valeurs différentes. Si nous examinons l'opération réalisée par nos administrateurs de fortune, nous voyons qu'il n'y a pas substitution de titres. Le capitaliste client de l'un de ces hommes d'affaires, connaît exactement les valeurs achetées *pour son compte et en son nom* et dont il est propriétaire. En ce qui concerne les opérations effectuées par les « trustee » écossais, il y a, au contraire, substitution de titres. Les valeurs achetées ne le sont pas pour le compte de chaque client pris individuellement ; ils appartiennent à la masse des capitaux confiés au « trustee ». Le capitaliste, dans ce cas, est propriétaire d'une quote-part de cette masse, quote-part que l'on peut assimiler à un titre mobilier.

En Angleterre. — Si les principes sur lesquels reposent les « investment trusts » ont été, pour la première fois, mis en pratique par les hommes d'affaires écossais, c'est à Londres que furent constitués, sous la forme de sociétés, faisant appel au public pour la souscription de leurs actions, les premiers « investment trusts ». Cette époque se situe vers 1870.

Les premières sociétés de placement britanniques, tout

en rencontrant, de l'opinion, un accueil favorable, furent surtout attendues à leurs résultats. En 1883, soit environ 15 ans après l'apparition du premier trust de placement (1), le nombre des « investment trusts » dont les titres étaient cotés au Stock Exchange, ne s'élevait qu'à 8. Cette période d'expérimentation (de 1870 à 1883) permit, d'une part, au public de se familiariser avec cette formule nouvelle de placement des capitaux, et, d'autre part, à la doctrine, de dégager les principes qui devaient guider les administrateurs de trusts de placement pour mener à bien leur tâche.

Après 1883, le nombre des « investment trusts » augmenta à une cadence plus rapide et la seule année de 1888 voyait la création de 15 sociétés nouvelles. Nous verrons, plus loin, que le développement des trusts de placement à cette époque fut favorisé en grande partie d'une part, par la stabilité monétaire, d'autre part, par les conversions successives (1881-1889) des fonds d'Etat britanniques qui poussèrent les épargnants à rechercher pour leurs capitaux, un rapport plus avantageux que celui laissé par les placements effectués en 2 1/2 0/0 anglais consolidé.

L'année 1890 apporta, avec la défaillance de la Banque Baring, et la profonde dépression boursière qui en résulta, un arrêt du développement des « investment trusts » qui suivait une allure trop rapide. Quelques sociétés de placement furent obligées d'effectuer des réductions de leur capital, d'autres ne purent résister à la tourmente.

(1) « The Foreign and Colonial Investment Trust » (1868).

Cette crise eut toutefois le mérite de faire ressortir le danger que présentait pour les trusts, le financement d'affaires nouvelles et l'attribution aux administrateurs des trusts de placement, de parts de fondateur donnant droit à un pourcentage important dans les super-bénéfices.

Après que le marché de Londres eut réussi, vers 1894, à retrouver son équilibre, le développement des trusts de placement reprit, avec plus de modération toutefois que pendant la période qui avait précédé la crise, si bien que quelques années avant la guerre 1914-1918, on pouvait dire que les « investment trusts » constituaient l'une des bases du marché financier anglais.

La guerre de 1914-1918, si elle ralentit le mouvement de création de sociétés nouvelles, démontra la solidité des trusts de placement en exercice, bien que ces sociétés n'aient pas toujours pu, comme elles l'auraient voulu, et en raison des besoins financiers de l'Etat (souscription aux emprunts, prêts de valeurs à l'Etat) apporter toute leur indépendance à sélectionner leurs placements nouveaux ou conserver leurs participations.

La période d'après-guerre permit aux trusts de placement de reprendre leur activité normale ; on constata même une évolution en ce qui concerne la clientèle sollicitée par quelques nouveaux trusts de placement qui se formèrent à cette époque. Alors que, jusque-là, en raison du prix élevé de leurs actions, les « investment trusts » n'avaient fait appel qu'à des capitalistes possédant des ressources assez importantes, on vit apparaître quelques trusts de placement qui, par le prix modique de leurs

titres (certains ne dépassant pas un nominal de 2 shillings, soit 12 fr. 50 environ), s'adressèrent plus particulièrement aux petits épargnants. Là encore, il fut permis de constater à quel point la formule des trusts de placement avait su se faire apprécier du public : le succès qu'obtinrent ces « investment trusts » auprès des petits capitalistes, fut, en effet, très grand.

On évalue à près de deux cents, le nombre des « investment trusts » existant actuellement en Angleterre et à plus de 300 millions de livres, soit environ 40 milliards de francs, le capital global de ces sociétés. Nous verrons que ces chiffres, tout en étant considérables, n'atteignent pas cependant ceux relevés pour l'Amérique, bien que l'expérience américaine s'étende sur une période beaucoup moins longue, puisqu'elle ne date guère que de 1923.

II. *Résultats obtenus par les Trusts britanniques.* — Si maintenant, nous examinons les résultats obtenus par les « investment trusts » britanniques, nous pourrions constater que les fonds investis en titres de cette nature présentent de sérieuses garanties tant au point de vue de la *sécurité du placement* qu'à celui du *rendement des capitaux*.

a) *Sécurité du placement.* — La solidité d'une entreprise et, partant, la sécurité des fonds investis dans cette entreprise, peut s'évaluer à l'importance des réserves par rapport à celle du capital social. Cette constitution de réserves suppose, d'ailleurs, une bonne marche

de l'affaire, étant donné que les dotations qui sont ainsi faites sont prélevées sur les bénéfices de l'entreprise ; en ce qui concerne les « investment trusts » britanniques, nous indiquerons que le montant intégral des profits réalisés sur la vente de titres, est généralement affecté aux fonds de réserve.

Cette politique explique la situation remarquablement forte de la plupart des trusts de placement, situation que nous ne pensons mieux faire ressortir qu'en rappelant le tableau suivant emprunté au « Financial Times » (1) :

DÉSIGNATION DE LA SOCIÉTÉ	EXERCICE	POURCENTAGE des réserves (y compris le report à nouveau) par rapport au capital ordinaire. En 0/0
<i>1° Trusts anglais</i>		
1. Alliance Investment Company.	1929-1930	43,17
2. American Investment and General Trust C°.	Id.	43,27
3. Army and Navy Investment Trust C°.	1928-1929	164,68
4. Bankers' Investment Trust	1929-1930	33,12
5. Consolidated Trust	Id.	119,03
6. Foreign American and General Investment Trust C°.	Id.	24,23
7. Foreign and Colonial Investment Trust C°.	Id.	69,12
8. Indian and General Investment Trust C°.	Id.	142,76
9. Investment Trust Corporation.	Id.	136,68
10. Metropolitan Trust C°.	Id.	103,25
Moyenne générale pour l'ensemble des 30 trusts examinés par le « Financial Times ».		59,81
(Contre 57,58 pour l'exercice 1928-1929)		

(1) The Financial Times » 7 juillet, 14 août, 17 septembre 1930.

DÉSIGNATION DE LA SOCIÉTÉ	EXERCICE	En 0/0
<i>2° Trusts écossais</i>		
1. Alliance Trust Company.	1929-1930	225,12
2. British Assets Trust.	Id.	420,86
3. First Scottish American Trust C ^o	Id.	188,54
4. Scottish Investment Trust C ^o	1928-1929	207,32
5. Second British Assets Trust.	1929	263,89
6. Second Scottish Investment Trust C ^o	1928-1929	280,50
Moyenne générale pour l'ensemble des 24 trusts examinés par le « Financial Times ».		128,28
Contre 117,04 pour l'exercice 1928-1929)		
<i>3° Trusts anglais et écossais postérieurs à la guerre</i>		
1. Continental and Industrial Trust (fondé en 1924).	1929-1930	92,39
2. Scottish National Trust C ^o (fondé en 1924).	1928-1929	76,72
Moyenne générale pour l'ensemble des 25 trusts examinés par le « Financial Times ».		27,99
(Contre 21,82 pour l'exercice 1928-1929)		

b) *Rendement des fonds.* — En raison même de la politique suivie par les « trusts » britanniques relativement à l'affectation aux postes de réserve des profits résultant des bénéfices sur réalisations de titres, le rendement des actions d'« investment trusts » ne peut être que très modéré, pendant les premières années qui suivent la création de la société ; par contre, il tend à s'élever, au fur et à mesure que s'accroît le montant des capitaux placés aux fonds de réserve, le rendement de ces capitaux venant, en effet, s'ajouter à celui provenant du portefeuille acquis avec le capital proprement dit du trust de placement.

Les sociétés de placement ont évidemment à compter avec les dépressions économiques qui ont pour conséquence non seulement de provoquer une dépréciation de leur portefeuille, mais encore de se traduire par de sérieuses amputations sur les dividendes encaissés. Nous

indiquerons, toutefois, que les « investment trusts » britanniques, d'une part, savent toujours réserver dans leur portefeuille, une place assez grande aux titres à revenu fixe (environ 40 0/0), ce qui assure une certaine stabilité au revenu de la société, et, d'autre part, constituent au cours des exercices favorables, un fonds qui permet de distribuer des dividendes, pendant les périodes troublées.

Nous donnons (page suivante) un tableau, emprunté au « Financial Times » (1), qui permettra de juger que les dividendes des « investment trusts » britanniques ont accusé, malgré certaines crises, une régularité et une tendance continue vers la progression.

Nous pensons avoir fait ressortir à quel point les résultats des « investment trusts » sont favorables tant au point de vue de la sécurité qu'à celui du rendement des capitaux investis en valeurs de cette nature. Les titres des « investment trusts » sont d'ailleurs très prisés des capitalistes anglais et il est assez difficile d'en acquérir sur les marchés où ces valeurs sont cotées, les offres étant restreintes.

III. *Circonstances qui ont favorisé le développement des « Investment Trusts ».* — Après avoir ainsi, rappelé brièvement, l'historique des « investment trusts » anglais et fait ressortir les résultats donnés par ces sociétés, nous allons passer en revue les circonstances qui ont permis et facilité le développement des trusts de placement en Angleterre et qui ont été :

(1) DE LANDER, *op. cit.*, p. 85. — Complété par chiffres publiés par « The Financial Times » (7 juillet, 14 août 1930).

DÉSIGNATION DE LA SOCIÉTÉ	ANNÉES									
	1920	1921	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929
Trusts anglais										
American Investment and General Trust Co.	9	9	10	10	11	12	12	12	12	12
Bankers Investment Trust Co.	6	6	6 1/2	7	7 1/2	8 1/2	9 1/2	10	10 1/2	11
Foreign American and General Investment Trust Co.	6	6 1/2	6 1/2	6 1/2	7	7 1/2	8	8	8 1/2	9 1/2
Government Stock and Others Securities Investment Co.	7	7	7	8	8	10	10 (1)	10	10 (1)	10
Industrial and General Investment Trust.	10	12	12	12	12 1/2	14	15	16	17	17 1/2
International Investment Trust.	5	6	6	6	6	7	8	8 1/2	10	10
Investment Trust Corporation.	13	14	15	16	17	19	20	20	20	20
Mercantile Investment and General Trust Co.	7 1/2	8 1/2	9	9 1/2	10 1/2	12	13	14	15	16
Trusts écossais										
Alliance Trust Co.	19	20	21	21	22	23	24	25	25	25
British Investment Trust.	15	15	16	17	19	20	20	21	21	21
Caledonian Trust Co.	7	8	8	9	10	11	12	13	14	15
Glydsdale Investment Co.	7	8	8	9	10	11	12	13	14	15
Northern American Trust Co.	13	14	14	15	16	17	18	19	20	21
Scottish Western Investment Trust.	10	11	11	12	13	14	15	16	17	18

(1) Plus un bonus de 10 0/0 en actions gratuites.

a) l'importance considérable de l'épargne en Angleterre au cours du XIX^e siècle ;

b) les réductions successives du taux de l'intérêt des fonds d'Etat ;

c) les expériences malheureuses des capitalistes anglais en matière de placements.

a) *Importance de l'épargne en Angleterre au cours du XIX^e siècle.* — Après la chute de Napoléon, la prospérité de la Grande-Bretagne ne cessa de s'affirmer au cours du XIX^e siècle. L'esprit industriel et entreprenant de la population anglaise sut tirer un magnifique parti des ressources du pays. Favorisée par la richesse de son sous-sol en réserves naturelles de toutes sortes — houille, minerais divers — l'Angleterre sut s'assimiler rapidement les inventions nouvelles et ne tarda pas à posséder l'industrie et le commerce les plus florissants du monde entier. Parallèlement au développement industriel et commercial du pays, on assistait à l'accroissement considérable de la flotte britannique, qui assurait à l'Angleterre, outre sa sécurité et ses relations avec ses « dominions », la prépondérance incontestée sur toutes les mers du globe.

Cette richesse industrielle et commerciale jointe à la situation florissante de l'agriculture ne tarda pas à assurer à l'Angleterre une prospérité financière très grande. Le bénéfice que le pays retirait du louage de ses navires marchands, dont on estimait le nombre, vers le milieu du XIX^e siècle, à 30.000, dont 3.000 mus à la vapeur, les rentrées de fonds en règlement de ses exportations, cons-

tituaient des ressources telles que l'épargne de l'Angleterre était, à cette époque, de loin, la plus forte du monde. Encore nous faut-il signaler que, pendant la longue lutte soutenue par les pays coalisés contre Napoléon, l'Etat britannique s'était fait le banquier de ses alliés et retirait, par suite, des prêts ainsi consentis, un revenu supplémentaire.

Tout concourait donc à la formation rapide de l'épargne qui ne pouvait trouver dans la constitution d'affaires nouvelles, les prêts hypothécaires, les placements immobiliers, des occasions de placement suffisantes. D'autre part, les emprunts de l'Etat se faisant de plus en plus rares, fermèrent à l'épargne, un débouché.

b) *Réduction du taux de l'intérêt des fonds d'Etat britanniques.* — Bien mieux, la dette publique anglaise qui s'était beaucoup grossie pendant les guerres contre Napoléon et qui se montait à 800 millions de £ (soit 20 milliards de nos francs d'avant-guerre), en 1815, donnait lieu à plusieurs conversions successives : de 5 0/0, le taux de l'intérêt des fonds d'Etat subit plusieurs réductions qui le ramenèrent à 2 1/2 0/0 en 1889.

Les épargnants anglais ne trouvant donc pas, dans l'acquisition sur le marché financier de fonds publics, un rendement suffisant pour leurs capitaux, furent amenés à rechercher dans les placements en valeurs industrielles et dans les souscriptions aux émissions d'emprunts étrangers, un nouveau débouché.

c) *Les expériences malheureuses de l'épargne anglaise en matière de placement en valeurs mobilières.* — Les

capitalistes anglais n'apportèrent pas dans cette recherche de placements en valeurs mobilières, toute la circonspection qu'il aurait fallu. D'enthousiasme, ils accueillirent les emprunts étrangers offerts sur le marché de Londres à partir de 1822 et dont les conditions d'émission *promettaient* un rapport rémunérateur.

Quelques années plus tard, malheureusement, la plupart des pays étrangers qui avaient ainsi fait appel à l'épargne britannique, cessèrent le service des emprunts contractés : on évalue à plus de 30 millions de livres, la perte que le portefeuille anglais subit en ces aventures.

Mais la mémoire, en cette matière, est courte et l'expérience des uns profite bien rarement à autrui ; quelque vingt ans plus tard, vers l'année 1840, les épargnants anglais ne montèrent pas davantage de réserve dans l'empressement qu'ils apportèrent à spéculer sur les actions émises par les compagnies de chemins de fer, pour la construction des réseaux : cette spéculation prit des proportions telles qu'elle fut bientôt suivie d'une réaction violente et les pertes de l'épargne furent de nouveau très sensibles.

Eprouvé de manière aussi sévère, l'épargnant anglais, qui avait pu juger de la fragilité de son jugement en matière de placements, accueillit, sinon avec enthousiasme, du moins avec intérêt, la création d'organismes susceptibles de faire fructifier les capitaux avec le maximum de sécurité.

Enfin, nous noterons comme l'un des éléments qui ont favorisé le développement des « investment trusts », la facilité⁴ que leur apporta la loi anglaise de 1862 (*The companies act*) de se constituer dans la forme de sociétés

par actions. Sans cette loi, les « investment trusts » n'auraient pu que conserver la forme de groupements privés, sous laquelle ils avaient tout d'abord fonctionné en Ecosse.

CHAPITRE II

Les « Investment Trusts » en Amérique

I. *Historique.* — Nous n'aurons pas, pour étudier le développement des « investment trusts » aux Etats-Unis, à faire un aussi lointain retour en arrière. L'essor prodigieux des sociétés de placement en Amérique, que certains d'ailleurs, estiment trop rapide, ne date guère que de l'année 1924. Avant cette date, on trouvait déjà aux Etats-Unis, des sociétés de titres, mais ces sociétés s'apparentaient davantage à des sociétés de financement ou de contrôle, qu'à des sociétés de placement.

A la fin de l'année 1923, on ne comptait guère qu'une quinzaine de sociétés de placement, groupant au total un montant de 15 millions de dollars.

A partir de 1924, les trusts de placement, bénéficiant de l'engouement des capitalistes américains pour la spéculation sur les valeurs mobilières, se multiplièrent rapidement et nous ne pensons pas mieux faire ressortir la rapidité de ce développement qu'en mettant, sous les yeux du lecteur, les chiffres suivants donnés par M. Christian Lazard dans une étude très intéressante parue dans la *Revue d'économie politique* (1) :

(1) Numéro de mars-avril 1929.

ANNÉES	Nombre de Trusts de Placement organisés	Nombre de Trusts subsistant à la fin de la période	Capital approximatif engagé (en dollars)
De 1899 à 1923 . . .	18	15	15.000.000
1924.	17	27	75.000.000
1925.	26	48	150.000.000
1926.	26	69	300.000.000
1927.	91	150	700.000.000
1928 (6 mois).	49	199	1.200.000.000

Cette statistique, qui se trouve arrêtée au premier semestre 1928 peut être utilement complétée par les chiffres suivants, que nous empruntons à MM. Dow, Jones et Cie et qui portent sur le développement des « Investment trusts » aux Etats-Unis pendant les neuf premiers mois de l'année 1929.

		Capital approximatif engagé (en dollars)
1929	1 ^{er} trimestre 1929.	745.000.000
	2 ^e — —	238.000.000
	3 ^e — —	913.000.000
	Capital engagé à fin 1928.	<u>1.500.000.000</u>
Au total.		3.396.000.000

On peut relever des chiffres de même importance dans une étude publiée le 25 octobre 1929, dans le *New York Herald* :

« Suivant les résultats qui viennent d'être publiés « par la « Standard Statistics Cy of New York, » les res-
« sources nouvelles obtenues par les « Investment Trusts »,
« pendant les 8 1/2 premiers mois de 1929, ont atteint
« un total presque double de celui qui a été enregistré
« pour chacune des 5 années précédentes, le montant des

« fonds confiés à ces sociétés dépassant actuellement
« 3 milliards et demi de dollars.

« Il est probable, ajoute le bulletin de la « Standard »
« que ce total ne tardera pas à être porté à \$ 4 mil-
« liards ; *cela contraste singulièrement avec une estimation*
« *qui fixe à \$ 1 milliard, les ressources totales des invest-*
« *ment trusts britanniques après 60 ans de développement.*
« Le public américain a, pour cette année seulement
« (1929) confié aux « investment trusts », une somme
« atteignant plus du double du chiffre britannique total ».

Tous ces chiffres font ressortir la rapidité avec laquelle les trusts de placement se sont développés aux Etats-Unis pendant ces dernières années et plus particulièrement pendant les mois qui ont précédé le krach de Wall Street, de fin octobre 1929.

La Bourse de New-York qui avait montré, jusqu'à cette époque, une tendance continue vers la hausse, s'effondra brusquement et la dépression fut d'autant plus violente que la hausse avait été forte.

Pour donner une idée de l'importance de ce krach, nous ne pouvons mieux faire que de mettre en parallèle les indices établis par « The New York Times » d'après les cours de 25 titres de Compagnies de chemins de fer, 25 titres Industriels et 50 actions diverses, aux dates du 30 septembre et du 13 novembre 1929 :

	25 valeurs de Chemins de fer	Titres de 25 Sociétés industrielles	50 actions diverses
Cours au 30 Septembre 1929. .	145.23	435.10	290.21
Cours au 13 Novembre 1929. .	108.73	223.58	166.15
Baisse approximative.	25 %	50 %	40 %

Il ne rentre pas dans le cadre de notre travail de rechercher, d'une part, quelles sont les circonstances économiques qui ont précipité cette crise, et, d'autre part, quelles conséquences il en est résulté pour l'économie générale des Etats-Unis. Il nous suffira de dire qu'après un raffermissement passager pendant le premier semestre de l'année 1930, le marché de New-York s'est de nouveau montré très faible durant ces dernières semaines : (fin septembre-octobre 1930) en raison des très mauvaises conditions politiques et économiques internationales et de la profonde baisse des marchés des différentes matières premières.

Cette profonde dépression du marché de New-York a freiné le développement des « Investment Trusts ». En ce qui concerne les sociétés existantes, il ne nous est pas encore possible, en raison du peu de recul, de dire avec certitude, quelles ont été, pour elles, les répercussions de cette crise. Il est probable que certaines sociétés de placement, contraintes à réaliser soit leur portefeuille, soit des positions spéculatives à des cours de panique, disparaîtront ; mais, d'autre part, de nombreux « Investment Trusts », dirigés avec plus de prudence ont pu, grâce à leurs liquidités, acquérir à des conditions très modérées, des valeurs mobilières. D'après une étude parue dans le *Temps économique*, en date du 25 novembre 1929, on estimait à 500 millions de dollars environ, le montant des achats de titres effectués dans la première semaine de novembre 1929, par des sociétés de placement qui avaient eu la sagesse de conserver liquide, une partie de leur capital. Et la conclusion de cette étude donnait,

par avance, une note optimiste en ce qui concerne l'avenir des trusts de placement en Amérique.

« Le mal vient de ce qu'il existe actuellement aux
« Etats-Unis, un nombre manifestement excessif de so-
« ciétés de placement — près de 500 au dernier recen-
« sement.

« Le principe logique et séduisant qui avait inspiré
« la création des premières a été, depuis 18 mois, exploité
« d'une manière désordonnée par des hommes qui ne
« possédaient ni les capacités ni le caractère voulus pour
« assurer la lourde responsabilité de gérer des porte-
« feuilles importants. Nous ne serions nullement surpris
« qu'un grand nombre de ces sociétés parasites soient
« appelées à disparaître dans un avenir prochain. Pa-
« reillement, en Angleterre, au temps déjà lointain du
« krach Baring, les « Investment Trusts » oublieux des
« principes fondamentaux que nous avons plus d'une
« fois exposés ici, furent balayés dans la tourmente.
« Mais les autres en sortirent grandis et justifièrent
« pleinement, depuis lors, la confiance que leur témoi-
« gnait le public ».

Les craintes paraissent d'ailleurs, en partie, exagérées, si l'on en croit les renseignements suivants que nous trouvons dans une nouvelle étude parue le 25 juillet 1930, dans le *Temps économique* :

« Un rapport fort intéressant sur les résultats de 1929
« a déjà été publié par la firme américaine Grover O. Neil
« et Cie en collaboration avec 117 Investment Trusts
« dont le capital total représente 2.700 millions de dol-
« lars, soit environ 67 milliards de francs.

« Pour 1929, année qui a supporté à elle seule le
« dégonflement de 4 années de hausse, le revenu net
« moyen pour les 117 trusts a été de 7,2 0/0 du capital
« engagé, ce qui paraît très satisfaisant pour des capi-
« talistes qui n'assument pas eux-mêmes la responsabi-
« lité de gérer leur portefeuille et désirent éviter les
« risques de la spéculation, Par contre, la dépréciation
« moyenne du capital atteignait à la fin de l'année,
« 9,2 0/0 ; mais elle est actuellement inférieure à ce
« chiffre grâce à la reprise momentanée qui s'était pro-
« duite à la fin du premier trimestre 1930. Cette reprise a
« permis aux sociétés sérieuses de procéder à des réalisa-
« tions intéressantes qui les mettent en meilleure pos-
« ture pour attendre maintenant les événements ».

II. Résultats des « *Investment Trusts* » américains. —

Nous ne ferons pas état des résultats des opérations des trusts de placement américains pour les exercices qui ont précédé la crise d'octobre 1929 : les résultats de ces exercices ont été grandement améliorés en raison de la hausse, souvent considérable, des valeurs à revenu variable sur le marché de New-York pendant les années comprises entre 1923 et 1928. Néanmoins, nous pouvons indiquer que, d'après une statistique parue dans le *Journal of Commerce* et signalée par M. Druart dans son ouvrage sur le « Trust de placement », le bénéfice net de 47 *Investment Trusts* s'élevait, pour l'année 1928, à 13,76 0/0 du capital alors qu'il n'avait été que de 11,75 0/0 en 1927. Toutefois, il convient de signaler qu'il s'agit de bénéfices nets réalisés et non de dividendes distribués.

III. *Circonstances qui ont favorisé le développement des « investment trusts » aux Etats-Unis.* — Pour terminer ce bref historique des trusts de placement, si nous recherchons maintenant les circonstances qui ont facilité leur essor aux Etats-Unis, il nous sera facile de constater que ces circonstances sont analogues à celles que nous avons été à même de faire ressortir pour le marché anglais au XIX^e siècle : importance considérable de l'épargne, tendance à l'amortissement de la dette publique et par suite à la réduction du taux de rendement des valeurs à revenu fixe (fonds d'Etat, obligations...), enfin même désir, chez l'épargnant inexpérimenté, de confier ses capitaux à un organisme dont les dirigeants possèdent l'expérience, le jugement et les connaissances qui lui font défaut.

A l'ensemble de ces circonstances dont nous dirons quelques mots, devait s'ajouter un important facteur : la simplicité et la logique du principe des sociétés de placement devaient séduire le capitaliste américain à l'esprit nouvellement ouvert aux choses financières.

a) *Importance considérable de l'épargne en Amérique.* — La rapidité du développement des sociétés de placement aux Etats-Unis est à l'image de l'accroissement prodigieux de la fortune américaine. S'il est vrai que les Etats-Unis avaient atteint déjà avant 1914, un développement industriel et commercial considérable, il ne paraît pas excessif de dire que c'est la guerre de 1914-1918 qui a provoqué la prospérité de l'Amérique. « Bataille de matériel », a-t-on pu dire en parlant de la dernière guerre ; c'est peut-être là faire bon marché de la valeur et de

l'héroïsme de nos soldats et, pourtant, si l'on songe à l'incroyable dépense d'armements, de munitions et de fournitures de toutes sortes, on ne peut que souscrire à cette constatation que le matériel a joué un rôle prépondérant dans cette lutte de cinquante-deux mois.

Ne pouvant suffire à la production de tout ce qu'exigeaient l'entretien, la nourriture et l'armement des troupes, les gouvernements alliés demandèrent aux pays neutres et aussi à l'Amérique, ce qu'ils ne pouvaient produire eux-mêmes. On estime ainsi à près de 12 milliards de dollars le montant des achats effectués par les alliés aux Etats-Unis. Il est facile de s'imaginer quelle fortune ce fut pour le pays américain.

L'après-guerre ne fit que renforcer la suprématie de l'industrie américaine ; les pays belligérants et plus particulièrement la France qui avait eu son sol et ses usines du Nord ruinés pendant la guerre, se virent dans l'obligation d'avoir recours aux Etats-Unis en attendant que les usines, soit par leur reconstruction, soit par leur réadaptation à leur production normale soient de nouveau à même de reprendre leur activité. Il est à noter en outre, que l'Européen s'était familiarisé, pendant la guerre, avec les produits américains, ce qui assure encore maintenant à l'industrie américaine, des débouchés intéressants.

Cette prospérité de l'industrie et du commerce américains, jointe à une organisation rationnelle de la production basée sur le principe d'une extrême division du travail et de la construction en grande série, a permis

la politique des hauts salaires qui, malgré les habitudes de bien-être prises par l'ouvrier américain, a multiplié, dans des proportions considérables, le nombre des petits capitalistes.

C'est ce qui ressort des remarques faites par M. Christian Lazard dans l'étude publiée dans la « *Revue d'Economie Politique* » et que nous avons déjà citée précédemment :

« La raison profonde du succès des trusts de placement aux Etats-Unis est certainement l'énorme accroissement du nombre des capitalistes qui s'est produit depuis la guerre.

« On estimait, en 1914, à 500.000, le nombre des américains détenteurs de valeurs mobilières. A l'heure actuelle, ce nombre oscille, suivant les auteurs, entre 15 et 20 millions de personnes, parmi lesquelles se trouvent une foule d'ouvriers, de salariés et de femmes qui cherchent aujourd'hui, à faire fructifier leurs économies. A toute cette classe de nouveaux capitalistes totalement ignorants du maniement des valeurs boursières les trusts de placement offrirent, par une réclame adroite, leurs services d'experts financiers et le succès fut d'autant plus facile que, pendant les 3 années qui viennent de s'écouler (1926-1927-1928), le marché de New-York a été d'une fermeté presque constante ».

b) Tendence à l'amortissement et à la réduction du taux de l'intérêt des fonds d'Etat. — La richesse du pays se traduit, pour les Etats-Unis, par des plus-values très importantes dans les rentrées de fonds provenant des

impôts et ces plus-values permirent l'amortissement de la dette publique dans de fortes proportions. C'est ainsi que la dette publique intérieure américaine qui s'élevait à la fin de la guerre, en 1918, près de 30 milliards de dollars, ne se chiffrait plus en 1928, qu'à 20 milliards. En dix ans, le Trésor américain avait donc pu rembourser 10 milliards de dollars, ce qui représente 250 milliards de nos francs actuels.

Par voie de conséquence, cette politique d'amortissement de la dette publique, fut accompagnée d'opérations de conversion successives qui réduisirent le rendement des fonds d'Etat américains aux environs de 3 1/2 0/0. De nombreuses sociétés particulières purent procéder de la même manière en ce qui concerne leurs emprunts.

c) Inexpérience des épargnants en matière de placement de capitaux. — Nous voyons donc que, en raison d'une part, de ces remboursements successifs et d'autre part, de cette réduction du taux de l'intérêt de l'argent à long terme, les épargnants américains se trouvèrent conduits à rechercher, pour le placement de leurs capitaux, de nouveaux débouchés ou des emplois plus rémunérateurs. Les titres à revenu variable proposaient bien à l'épargne américaine, des occasions de placement qui offraient, en outre d'un rapport plus avantageux, des possibilités de plus-value pour le capital investi. Mais le capitaliste américain, en raison de son inexpérience, se trouvait souvent désorienté pour le choix des valeurs boursières à acquérir. Les « investment trusts » vinrent à point nommé pour enlever à l'épargnant le souci du

choix des titres ; la simplicité, la logique des principes sur lesquels repose le fonctionnement des sociétés de placement étaient bien faits, d'ailleurs, pour séduire le capitaliste américain.

Nous voyons donc, par cet exposé, que les circonstances qui ont favorisé le développement des « investment trusts » aux Etats-Unis, présentent beaucoup d'analogie avec celles que nous avons été à même de faire ressortir pour l'Angleterre.

CHAPITRE III

Les sociétés de placement en France

Si les sociétés de placement ont pris en Angleterre et en Amérique, un développement considérable, il n'en a pas été de même dans les autres pays et plus particulièrement en France. Certes, en Belgique, une banque, la Société Générale de Belgique, s'est constitué, en recherchant la diversification des placements, un portefeuille tel que certains ont assimilé cet établissement à un « investment trust »; en Allemagne, il a été créé, pendant ces dernières années, quelques sociétés de placement. C'en est là, toutefois, que des tentatives isolées, au sujet desquelles on ne peut guère tirer de conclusions.

La seule institution organisée sur des bases rationnelles et qui s'apparenterait le plus aux « investment trusts », serait celle des « Administratie Kantooren » hollandais, au sujet desquels nous avons dit quelques mots.

En France, la doctrine s'est vivement intéressée aux résultats des trusts de placement existant à l'étranger, mais, à côté de nombreuses « holdings », nous ne voyons guère qu'une seule société, « l'Union Trust », dont le fonctionnement repose sur des bases analogues à celles des « investment trusts » anglais et américains.

SECTION PREMIÈRE

Les conditions actuelles du marché financier français

Comment expliquer que cette idée de groupement des capitaux en vue du placement ait rencontré aussi peu de faveur dans notre pays ? Il semble pourtant, que les conditions actuelles du marché financier français, qui tend à reprendre une place importante parmi les grandes places mondiales, présentent quelques analogies avec celles des marchés financiers anglais et américain avant l'apparition des « investment trusts ».

De même qu'en Angleterre et en Amérique, on trouve à l'heure actuelle, en France, une abondance considérable de capitaux ; de même, nous pouvons constater, depuis quelques années, une tendance continue à l'amortissement de la dette publique et, partant à la réduction du taux de l'intérêt de l'argent à long terme. C'est d'ailleurs ce que nous allons nous attacher à faire ressortir dans les lignes qui vont suivre.

1^o *Abondance des disponibilités en France.* — Il est facile de se rendre compte, si l'on jette un coup d'œil sur les bilans des principaux établissements de crédit de notre pays, et sur les situations des Caisses d'épargne, de l'importance actuelle des disponibilités qui restent actuellement en réserve.

D'après une étude parue dans *l'Economiste européen* sous la signature de M. Raymond Mulette, le solde dû aux déposants des Caisses d'épargne de France (Caisse

d'épargne et de prévoyance de Paris, Caisse d'épargne postale, Caisses diverses) s'élevait à la somme de 32.774.201.244 fr. 63 à la date du 31 décembre 1929 en augmentation de 5.097,282.932 fr. 08 sur le chiffre existant au 31 décembre 1928.

A cette même date du 31 décembre 1929, le montant des comptes courants créditeurs et de dépôts dans les huit principaux établissements de crédit français (Crédit Lyonnais, Société Générale, Comptoir National d'Es-compte de Paris, Banque Nationale de Crédit, Crédit Industriel et commercial, Banque de Paris et des Pays-Bas, Banque de l'Union Parisienne, Crédit Commercial de France) s'élevait à 46.883 millions (1), sans augmentation toutefois, sur le chiffre au 31 décembre 1928 (46.829 millions).

Dans ces chiffres se trouve compris, il est vrai, le montant des comptes courants d'entreprises industrielles et commerciales qu'on ne peut considérer comme susceptibles de venir s'employer à l'acquisition de valeurs mobilières ; mais, par contre, il y a lieu de leur ajouter notamment, — le montant des capitaux déposés par les particuliers chez les agents de change, soit à destination d'emploi en report, soit en vue d'une opération à réaliser — ceux déposés à la Banque de France (à la date du 19 septembre 1930, ils s'élevaient à 6.723.816.551 fr. 73) et dans les maisons de Banque non comprises dans les huit établissements principaux cités plus haut, les crédits

(1) Chiffre obligeamment communiqué par l'« *Almanach Financier* Roussel ».

figurant aux comptes courants postaux et enfin, les sommes conservées par devers eux, par les particuliers.

Néanmoins, par ces chiffres, même incomplets, on aperçoit clairement l'importance considérable des capitaux qui demeurent sur le marché monétaire. Cette abondance qui se traduit par un taux très faible de l'argent à court terme (environ 1 0/0 à vue) (1) s'explique en partie, d'une part par les insuffisances d'occasions de placement et d'autre part, par la crise actuelle du marché des valeurs mobilières.

Il est à remarquer, d'ailleurs, que la France est actuellement le seul pays où le chômage soit pour ainsi dire inexistant. Le nombre des chômeurs inscrits n'atteignait en effet, d'après les statistiques publiées par le Ministère du travail, que 878 à la date du 20 septembre 1930, alors que les pays étrangers et plus particulièrement l'Angleterre, l'Amérique et l'Allemagne comptent, depuis de longs mois déjà, des millions d'ouvriers sans travail.

Cette situation prospère de notre pays, jointe à l'esprit d'économie bien connu du Français, explique cette abondance de l'épargne en France. Il est toutefois regrettable que cette épargne conserve le caractère d'épargne réserve et hésite à se transformer en épargne créatrice.

2° Tendance à l'amortissement et portant à la réduction du taux de l'intérêt de la dette publique et des emprunts de collectivités et sociétés. — Le vigoureux redressement fi-

(1) Les Caisses d'épargne ont maintenu jusqu'ici, le taux de l'intérêt à 3,25 0/0 (Caisses d'Epargne postales) et à 3,50 0/0 (Caisse d'Epargne et de prévoyance de Paris), mais le montant des dépôts est limité.

nancier de la France depuis 1926, a permis de réaliser la consolidation de la dette flottante, de poursuivre une politique d'amortissement et de préparer pour les années prochaines, la conversion de fonds d'Etat. Nous faut-il rappeler les étapes de ce redressement qui a exigé du pays, un effort fiscal considérable ? le budget équilibré, la monnaie stabilisée, la dette extérieure consolidée, notre créance sur l'Allemagne commercialisée grâce aux dispositions du plan Young. Le rétablissement de la situation financière de notre pays s'est traduit par des plus-values considérables sur les cours des fonds d'Etat et plus généralement des valeurs à revenu fixe ; rentes, obligations, bons. Pour mieux faire ressortir l'importance de ces plus-values, nous avons groupé dans le tableau suivant, les cours comparés, cotés en juillet 1926 et au 1^{er} février 1930, de quelques valeurs à revenu fixe.

	Valeurs	Cours cote en juillet 1926	Cours au 1 ^{er} février 1930	Hausse en 0/0
	—	—	—	—
Rentes	{ 6 0/0 1920.	68.	103.55	50 0/0
	{ 3 0/0 perpétuelle. .	44.50	89.90	100 0/0
	{ 5 0/0 1920 amortis.	68.	136.45	100 0/0
	{ 4 0/0 1917.	38.65	100.70	160 0/0
	{ 4 0/0 1918.	36.50	100.10	175 0/0
Obligations	{ Est 3 0/0 anciennes.	207	401	100 0/0
	{ Nord 3 0/0 —	206	414	100 0/0
	{ Orléans 3 0/0 —	200	414	100 0/0
	{ Ville de Paris 1919. .	234	500	110 0/0
	{ Etat 4 0/0 1912-1914	185	452	140 0/0
	{ Crédit Nat. 5 0/0 1919	245	620	150 0/0
	{ — — 1920	251	551	120 0/0

Il est d'ailleurs à noter que, pour le calcul de ces plus-values, nous n'avons pas tenu compte de la valeur-or

relative du franc à ces deux époques : l'importance des hausses enregistrées eut été double si l'on veut bien se rappeler que le cours de la livre avait atteint le cours record de 248 francs en 1926, alors que ce cours n'était plus que de 124 francs environ en 1930.

Néanmoins, on voit par ces chiffres, l'amélioration considérable enregistrée sur le marché des valeurs à revenu fixe.

Parallèlement à cette amélioration du marché des rentes, la Caisse autonome d'amortissement, instituée par la loi du 8 août 1926, poursuivait une politique de consolidation de la dette flottante et d'amortissement des emprunts, tant intérieurs qu'extérieurs, contractés pendant et après la guerre.

L'importance des ressources attribuées par la loi à la Caisse autonome d'amortissement et de gestion des Bons de la Défense nationale — elles comprennent notamment, celles provenant du monopole de l'achat, de la fabrication et de la vente des tabacs, les produits de la taxe successorale, des droits de mutation et de la taxe complémentaire sur la première mutation — a permis de réduire le montant des Bons de la Défense nationale de 21 milliards depuis 1926 et de reculer à deux ans, les échéances de ces titres.

En effet, le montant des Bons de la Défense nationale en circulation, qui s'élevait à 49 milliards en 1926, était ramené à 28.211 pour 1930, suivant la décision du Comité financier de la Caisse d'amortissement (24 janvier 1930).

En même temps qu'elle poursuivait cette politique de

consolidation de la dette flottante, la Caisse autonome d'amortissement procédait en Bourse, à des achats de titres de rente française qu'elle annulait ensuite. Ces achats se sont montés, pour la seule année 1929, à 5 milliards 550 millions.

Grâce à cette politique de la Caisse d'amortissement, la dette intérieure française, « qui s'élevait en 1926 à 289.600 millions, se trouvait réduite au début de 1930, à 267 milliards (1), avec de profonds changements dans le sens de la consolidation » ainsi que pouvait l'annoncer M. Chéron, Ministre des Finances d'alors, dans l'exposé fait sur notre situation financière, le 5 février 1930, à la Commission des Finances de la Chambre des députés.

Cette politique de consolidation et d'amortissement a provoqué une baisse très sensible du loyer de l'argent qui a permis à de nombreuses sociétés et collectivités de procéder à des conversions d'emprunts onéreux. Telles ont été réalisées, notamment et ce, avec un plein succès, les conversions de l'emprunt Ville de Paris 5 3/4 0/0 1921 en obligations 4 1/2 0/0 1929, de l'emprunt 6 0/0 Algérie 1921-1923, en obligations 4 1/2 0/0 1930. Nous allons d'ailleurs entrer, avec l'année 1931, dans l'époque des conversions de nos fonds d'Etat.

En raison de cette politique, le taux de l'argent à long terme tend et tendra encore, selon toute vraisemblance, à diminuer ; s'il se tient encore actuellement aux

(1) A la date du 30 juillet 1930 ce chiffre se trouvait abaissé à 259 milliards 229 millions (indications données à la Commission des finances de la Chambre des députés par M. de Chappedelaine, rapporteur général, octobre 1930).

environs de 4 1/2 0/0, nous pensons que, par la suite, ce taux se trouvera abaissé de nouveau, et pourra, peut-être, se trouver ramené à 3 0/0.

On peut donc penser que les capitalistes seront amenés à rechercher, pour leurs capitaux, des placements plus rémunérateurs que ceux offerts par les valeurs à revenu fixe.

Mais qui dit placement plus rémunérateur dit placement plus risqué, et par suite nécessité de répartir les placements de telle manière que la division des risques assure la stabilité du portefeuille.

Les valeurs « d'investment trusts » offrent précisément au capitaliste, à la fois cette sécurité obtenue par la diversification des placements et un rendement susceptible de s'améliorer au fur et à mesure que le trust devient plus ancien et que ses réserves s'accumulent.

Il nous semble, d'autre part, que l'existence, sur notre marché, de valeurs sérieuses d'« investment trusts », serait de nature à vaincre l'hésitation des épargnants français à investir leurs capitaux en titres à revenu variable. Nous pensons que les sociétés de placement seraient propres à rétablir le mécanisme du placement de l'épargne, qui, en raison de l'abstention des capitalistes français, est actuellement en partie faussé, de nombreuses disponibilités susceptibles de se transformer en épargne créatrice demeurant indéfiniment en réserve sur le marché monétaire.

Si les conditions actuelles du marché français semblent donc, ainsi que nous venons de le montrer, favorables au développement des trusts de placement dans notre pays,

on peut s'étonner qu'on n'ait pas enregistré en France, plus de créations de sociétés de ce genre.

Cela tient à ce qu'une question d'ordre fiscal, la superposition des impôts sur le revenu des valeurs mobilières, grève très lourdement les dividendes qu'une société de titres est susceptible de distribuer à ses actionnaires. C'est d'ailleurs ce que faisait remarquer justement M. H. Truchy, Membre de l'Institut, professeur à la Faculté de Droit de Paris, dans une intéressante étude parue dans *l'Information Economique et Financière*.

« La formation des sociétés « holding », — M. Truchy « élargit l'emploi habituel de cette dénomination et « l'étend à toutes les sociétés de titres —, se heurte chez « nous, à un obstacle que l'élévation des tarifs fiscaux a « rendu, ces dernières années, presque prohibitif : le « cumul des impôts sur les valeurs mobilières. La société « qui détient des titres d'une autre société, n'en touche « les coupons que déduction faite de la taxe sur le revenu « des valeurs mobilières, et, si le titre est au porteur, de la « taxe annuelle de transmission. Puis, lorsqu'elle distri- « bue à ses propres actionnaires les dividendes déjà si « largement amputés, nouvelle amputation. A cette « cascade d'impôts, il faut ajouter les droits de timbre « qui frappent les titres détenus et les titres de la société « détentrice. Avec des tarifs modérés, ce cumul d'impôts « était déjà critiquable et gênant, avec les tarifs actuels, « ce n'est plus de l'imposition raisonnable, c'est de la « confiscation.

Et plus loin :

« Des trois catégories de « holdings », c'est la société de

« placement qui est le plus directement atteinte par cet
« excès de fiscalité. Pourquoi ? C'est que son objet exclu-
« sif est le placement, que, par conséquent, la question
« du dividende à verser à ses actionnaires a pour elle, une
« importance capitale. Elle ne peut pas, comme la société
« de contrôle, trouver des compensations dans l'influence
« exercée sur d'autres entreprises ou, comme la société de
« financement, dans les courtages, commissions et avan-
« tages divers auxquels les émissions donnent lieu. Com-
« ment les épargnants auraient-ils avantage à confier la
« gestion de leur portefeuille à une société de placement,
« si de ce seul fait, les impôts sur les valeurs mobilières
« se trouvent doublés ? Aussi, la société de placement
« est-elle presque inconnue en France. On n'en peut citer
« que de très rares exemples et il en sera ainsi tant que
« jouera le mécanisme impitoyable de la double imposi-
« tion. »

Ces justes remarques de M. Truchy nous conduisent à examiner la position des sociétés de placement devant l'impôt ainsi que les dispositions récentes qui permettent à ces sociétés d'éviter, dans certains cas, la double imposition.

SECTION II

Les Sociétés de placement devant l'impôt

Nous ne nous attacherons pas, dans ce chapitre, à donner un exposé de tous les impôts qui viennent frapper les sociétés de placement. Nous rechercherons seulement sur quels points notre système fiscal leur est particulièrement défavorable.

Pour cela, nous examinerons successivement la double imposition et l'assimilation, par le fisc, des profits réalisés par les sociétés de titres sur ventes de valeurs, aux bénéfices industriels et commerciaux.

1^o LA DOUBLE IMPOSITION

La société de placement, comme tout détenteur de titres mobiliers, n'encaisse les coupons des éléments composant son portefeuille, que sous déduction des différentes taxes qui viennent frapper les valeurs mobilières et, d'autre part, l'actionnaire d'une société de placement ne perçoit lui-même le revenu de l'action dont il est propriétaire, qu'après déduction de ces impositions.

Il convient par suite, de rappeler tout d'abord, quels sont les impôts acquittés par les valeurs mobilières : c'est ce que nous allons examiner brièvement.

Le régime fiscal des valeurs mobilières

Les taxes qui viennent frapper les valeurs mobilières peuvent être classées en trois catégories qui sont les suivantes :

1^o Les droits qui frappent la création des titres ou droits de timbre ;

2^o Les droits qui frappent les mutations à titre onéreux ou droits de transmission ;

3^o Les droits qui frappent les revenus des titres ou impôt sur le revenu.

Les modalités et les taux de ces impôts varient selon

qu'il s'agit de titres de sociétés françaises, de sociétés étrangères abonnées ou non abonnées. Enfin, les fonds d'Etat français sont exempts d'impôt.

Nous examinerons les différents régimes fiscaux auxquels sont soumises ces différentes catégories de valeurs.

1^o *Immunité des titres de rente sur l'Etat.* — Les titres de rente sur l'Etat échappent aux différentes impositions qui viennent frapper les valeurs des sociétés françaises : « L'immunité s'étend à tous les titres négociables, « qu'ils revêtent la forme au porteur ou nominative, « émis par l'Etat en bloc et en vue de se procurer des « fonds, c'est-à-dire à tous ceux qui, juridiquement, ont « le caractère d'obligations ; on peut citer les Bons du « Trésor, les bons de liquidation, les obligations du Trésor soit à court terme, soit à long terme (1). »

Cette immunité résulte de la loi de vendémiaire an VI, qui, lors de l'opération du tiers consolidé, décida que le « tiers de la dette conservé en inscription est exempt de « toute *retenue* présente et future ». Cette immunité fut considérée par la suite, comme s'étendant aux nouvelles rentes émises par l'Etat.

En ce qui concerne les exemptions de droits de mutation, et de droits de timbre, elles ont été plus particulièrement affirmées, la première par l'article 70 de la loi du 22 frimaire an VII et la seconde par l'article 16 de la loi du 13 brumaire de la même année.

(1) A. WAHL, *Traité du régime fiscal des sociétés et des valeurs mobilières*.

2° *Régime fiscal des titres de sociétés françaises.* — Les sociétés françaises sont celles dont le siège social est établi en France (loi de 1867 sur les sociétés), à condition toutefois que ledit siège social n'ait pas un caractère fictif.

1. — *Droits qui frappent la création de ces titres ou droits de timbre.* — La Société doit acquitter pour les titres matériellement émis, une taxe qui se traduit par l'apposition d'un timbre sur le titre même, le plus généralement à l'extraordinaire.

Le taux de cette imposition est de 0,20 0/0 par an sur le montant nominal des titres, augmenté s'il y a lieu, de la prime d'émission. Ce taux a été réduit successivement à 0,10 0/0 pour les titres émis du 1^{er} janvier au 28 avril 1930 inclus et à 0 fr. 05 pour ceux émis à dater du 29 avril 1930.

Le montant de cette taxe est acquitté par versements trimestriels à l'Administration, par la société.

2. — *Droits qui frappent les mutations.* — a) En ce qui concerne les titres au porteur, le droit s'appelle *taxe de transmission*. Cette taxe se calcule sur le cours moyen de la valeur, pendant l'année précédente ; le tarif en vigueur depuis le 1^{er} juillet 1930 est de 0,25 0/0 de ce cours. Précédemment le taux de la taxe de transmission était de 0,50 0/0 ; il a été successivement réduit à 0,40 0/0 (loi du 29 décembre 1929) et à 0,25 0/0. Par suite, le tarif en vigueur du 1^{er} janvier au 30 juin

1930 est de 0,40 0/0. Le montant de cette taxe est également payé trimestriellement à l'Administration par la société qui en retient le montant sur le premier coupon payé aux porteurs des titres.

b) Les titres nominatifs ne sont pas assujettis à la taxe de transmission, cette mesure ayant été prise pour favoriser les porteurs de valeurs mobilières nominatives.

En cas de *conversion* au porteur de titres nominatifs, il est dû une imposition de 0,50 0/0 de la valeur du titre en Bourse.

Le transfert au nominatif de titres au porteur, est exempt de toute imposition.

Enfin, le transfert des valeurs essentiellement nominatives (telles que les actions de la Banque de France, les actions du Crédit Foncier de France), est assujetti au paiement d'une taxe de 0,30 0/0 de la valeur du titre.

Toutes les taxes frappant les titres nominatifs sont acquittées par le détenteur du titre ; par suite, dans le cas d'une négociation de valeurs essentiellement nominatives, l'impôt est supporté par l'acquéreur.

3. — *Impôts qui frappent le revenu.* — Les valeurs mobilières sont enfin assujetties au paiement d'une imposition de 16 0/0 sur le revenu et sur les primes de remboursement ; cette imposition est payée à l'Administration par la société qui en retient le montant sur les revenus payés aux détenteurs de valeurs mobilières. A titre indicatif, nous mentionnerons que le montant de l'impôt dû sur les lots, est de 36 0/0.

3^o *Régime fiscal des titres de sociétés étrangères abonnées.* — Les sociétés étrangères abonnées sont celles qui ont pris l'engagement — lequel est souscrit pour trois ans — d'acquitter les différents impôts, taxes et amendes qui pourraient être exigibles et qui ont constitué comme caution, soit un représentant responsable — en général, la Banque chargée du Service financier — soit une garantie à la Caisse des Dépôts et Consignations.

Les droits acquittés par les valeurs étrangères abonnées sont, en principe, les mêmes que ceux frappant les valeurs françaises.

Le montant des taxes dues par la société est calculé non pas sur la totalité des titres émis, mais sur une quotité fixée par le Ministre des finances, après avis de la Commission des valeurs mobilières, et basée sur le nombre de titres circulant en France. Le chiffre fixé par le Ministre n'est pas susceptible de recours.

Le montant de ces taxes est versé trimestriellement au Trésor par la société qui les retient lors du paiement des dividendes aux détenteurs des titres.

En ce qui concerne la taxe de transmission, il n'est pas fait de distinction entre les titres au porteur et les titres nominatifs ; le taux de l'imposition est le même, c'est-à-dire 0,25 0/0 à compter du 1^{er} juillet 1930, uniformément pour ces deux catégories.

D'autre part, le timbre n'est pas, matériellement, apposé sur les titres ; cette formalité est remplacée par une insertion au *Journal officiel*.

4^o *Régime fiscal des sociétés non abonnées.* — Les

valeurs soumises à ce régime sont celles pour lesquelles la société n'a pas contracté d'abonnement ; se trouvent également classés dans cette catégorie, les titres d'emprunts d'Etats étrangers.

Ce régime ne tardera sans doute pas à être le seul en pratique pour les valeurs étrangères, le bénéfice des avantages qu'apportait l'abonnement ayant été étendu par la loi du 1^{er} août 1929, aux sociétés non abonnées.

Jusque-là, en effet, le régime de l'abonnement était obligatoire pour toute société voulant introduire ses titres sur notre marché et, s'il y avait bien des transactions sur les valeurs non abonnées, celles-ci ne pouvaient revêtir un caractère officiel.

Depuis la loi du 1^{er} août 1929, les valeurs mobilières étrangères peuvent, sans être soumises au régime de l'abonnement, être cotées, négociées, exposées en vente, émises, mises en souscription, introduites sur le marché ou faire l'objet d'un service financier. C'est ainsi que les actions Royal Dutch notamment ont pu, depuis cette loi, être introduites sur le marché officiel.

Il y a tout lieu de croire que les sociétés qui s'étaient jusqu'ici pliées aux formalités imposées par le régime de l'abonnement, ne renouvelleront pas leur contrat lorsque celui-ci viendra à expiration : toutes les valeurs étrangères seront, par suite et selon toute vraisemblance, soumises au régime des valeurs non abonnées.

Les modalités et les taux d'imposition sont les suivants :

1^o *Droit de timbre.* — Le taux de ce droit est actuellement de 1 0/0 de la valeur nominale de chaque titre. Ce

droit est dû pour tous les titres dès là qu'ils font l'objet d'une offre de négociation ou d'un transfert.

2^o *Droit de transmission.* — Les titres des sociétés non abonnées ne sont pas assujettis à la taxe de transmission.

3^o *Impôt sur le revenu.* — Le montant de l'impôt est plus élevé que pour les valeurs françaises et se monte à 18 0/0.

Cet impôt est retenu par les banquiers sur le montant des encaissements de coupons présentés par les particuliers et versé par leurs soins au Trésor ; les banquiers jouent dans cette circonstance, le rôle de collecteurs d'impôts.

De plus, cette imposition ne frappant pas tous les titres, n'est pas acquittée indistinctement par tous les détenteurs de ces titres et c'est ainsi que notamment, les étrangers résidant à l'étranger, et encaissant leurs coupons en France, en sont exempts, à condition, toutefois, qu'ils puissent produire une pièce justificative appelée « affidavit ».

Il convient de noter, en outre, que toute personne résidant dans notre pays et qui encaisse ses coupons de valeurs étrangères hors de France, doit verser au Trésor français le montant de l'impôt.

Par ce rapide exposé, on se rend compte aisément de l'importance des taxes qui frappent les valeurs mobilières, et on voit quel obstacle constitue pour les sociétés de placement, la double imposition.

Quelques chiffres le feront mieux comprendre :

Nous supposons qu'une entreprise dont la société de

placement détient une action, déclare un dividende de 100 francs et que le cours moyen de cette action est de 2.000 francs.

Si nous ne tenons compte que de l'impôt sur le revenu et de la taxe de transmission, la somme encaissée réellement par le trust n'atteindra que 79 francs s'il s'agit d'une valeur française et 77 francs s'il s'agit d'un titre étranger.

Or, la somme correspondant à cette répartition et qui reviendrait à l'actionnaire de la société de placement (1), ne dépasserait pas 62 fr. 60 dans le premier cas et 60 fr. 95 dans le second et cela sans même tenir compte de la retenue nécessitée par les frais de gestion du trust.

C'est dire que les impôts actuels atteignent des chiffres prohibitifs puisque le prélèvement du fisc atteint 37,400/0 si la valeur détenue par le trust est française et près de 40 0/0 s'il s'agit d'une valeur étrangère.

Cet obstacle que constitue la double imposition ne peut être actuellement évité, pour partie, que dans la mesure où la société de placement détiendra en portefeuille des titres à revenu fixe exonérés d'impôt, telles que les rentes françaises ou des titres pour lesquels la société industrielle où autre prendra à sa charge les différentes taxes, titres appelés communément nets d'impôts. Toutefois, si, il y a quelques années, les occasions de placements en valeurs de ce type étaient fréquentes, elles sont devenues beaucoup plus rares en raison de la modifica-

(1) Pour le calcul de la taxe de transmission nous supposons que la valeur de l'action du trust est de 1.500 francs, en tablant sur un rapport d'environ 4 0/0 net, taux moyen que doit assurer une valeur mobilière.

tion complète des conditions du marché des valeurs à revenu fixe.

Nous avons vu, en effet, que le redressement financier de notre pays et l'abondance des capitaux ont abaissé considérablement le loyer de l'argent à long terme. Par voie de conséquence, les cours des titres de rente et des valeurs nettes d'impôts ont atteint un niveau tel qu'ils n'offrent pas aux capitaux, un rendement très rémunérateur, à leurs cours actuels.

D'ailleurs, le pourcentage de son portefeuille qu'une société de placement peut affecter aux titres de cette nature est limité, en raison même de la nécessité de la diversification des placements.

En adoptant certaines dispositions, le législateur a bien tenté d'éviter, dans quelques cas, l'inconvénient de la double imposition, mais les sociétés de placement ne peuvent en bénéficier que dans une faible mesure.

Nous allons examiner, successivement, les lois du 31 juillet 1920 et du 1^{er} août 1929 qui permettent, dans certains cas, aux sociétés de placement, d'éviter la double imposition.

L'article 27 de la loi du 31 juillet 1920 est ainsi conçu :

« Lorsqu'une société française par actions a reçu en
« représentation de versements ou d'apports en nature
« ou en numéraire par elle faits à une autre société par
« actions, des actions, des obligations ou des parts
« bénéficiaires nominatives de cette dernière société, les
« dividendes distribués par la première société sont, pour
« chaque exercice, exonérés de la taxe du revenu des capi-
« taux mobiliers, établie par les lois des 29 juin 1872

« (article 1^{er}) et 29 mars 1914 (article 31) dans la mesure
« des produits de ces parts, obligations ou actions, tou-
« chés par elle au cours de l'exercice, à la condition que
« ces parts, obligations ou actions seront restées inscrites
« au nom de la société ».

Les dispositions de cette loi permettent bien d'éviter la double imposition, mais cela sous les conditions suivantes :

1^o Les deux sociétés envisagées doivent être françaises. L'article 27 qui n'avait pas clairement spécifié la nationalité de la société dont le titre était acquis a été précisé sur ce point par l'article 25 de la loi du 30 mars 1929.

2^o Les titres reçus par la société doivent avoir été souscrits à l'émission ou lors d'une augmentation de capital et doivent être restés, depuis leur émission, entre les mains de la dite société.

3^o Les titres acquis doivent obligatoirement conserver la forme nominative.

On voit, par suite, que la portée de l'article 27 de la loi du 31 juillet 1920 est très réduite puisqu'il laisse notamment de côté tous les titres au porteur et ceux qui auront été acquis par la société postérieurement à leur émission, ce qui sera le cas pour ceux que la société de placement achètera sur le marché des valeurs.

D'autre part, le bénéfice de cette loi ne joue que si les titres souscrits sont des titres de sociétés françaises.

Sur ce dernier point, l'article 27 a été complété par les lois du 30 mars et 1^{er} août 1929.

L'article 25 de la loi du 30 mars 1929 a tout d'abord

étendu le bénéfice des dispositions de la loi du 31 juillet 1920, aux titres, détenus par une société « de sociétés par actions constituées dans les termes de la loi française et ayant leur siège dans un pays de protectorat ».

Puis, l'article 4 de la loi du 1^{er} août 1929 a permis aux sociétés françaises de bénéficier des mesures de faveur édictées par l'article 27 de la loi du 31 juillet 1920, même lorsque les titres acquis par elles sont des titres de sociétés étrangères.

Malgré cela, on saisit toute l'imperfection de ce système ; il serait grandement désirable que le bénéfice de ces dispositions soit étendu à tous les titres détenus par la société de placement, que les titres aient été souscrits à l'émission ou acquis par la suite, qu'ils revêtent la forme nominative ou la forme au porteur.

D'autres pays ont d'ailleurs compris cette nécessité d'une législation spéciale relativement aux sociétés de placement. Le Luxembourg, notamment, qui s'efforce de créer un important marché financier, a pris des mesures très favorables aux sociétés de placement (loi du 31 juillet 1929 sur les sociétés « holding »).

Il serait à souhaiter que nous suivions dans cette voie, les pays qui nous y ont précédé et notamment la Hollande (1918), l'Angleterre (1920), les Etats-Unis (1924) et le Luxembourg (1929).

Il convient d'ailleurs de remarquer que la suppression de la double imposition, en favorisant la création de sociétés de placement, présenterait de sérieux avantages pour le Trésor, car elle éviterait la fraude fiscale sur les valeurs étrangères non abonnées détenues par les trusts.

En effet, lorsque nous avons examiné le régime fiscal des valeurs mobilières, nous avons signalé que pour les titres de sociétés françaises, et pour ceux des sociétés étrangères abonnées, le montant des impôts était versé à l'administration par la société elle-même ; par contre, en ce qui concerne les titres de sociétés étrangères non abonnées, qui n'ont pas de représentant officiel en France, le montant des taxes est retenu par le banquier lorsque les coupons sont présentés à l'encaissement. Ce régime permet bien des fraudes et de nombreux capitalistes échappent à l'impôt, soit en encaissant leurs coupons à l'étranger, soit même en les encaissant en France par l'intermédiaire d'étrangers ou de fraudeurs.

La constitution de sociétés de placement permettrait au fisc d'être assuré de toucher le montant des impositions en ce qui concerne les titres des sociétés étrangères non abonnées, détenus par les trusts. L'intérêt sera d'autant plus grand pour l'Administration française que le privilège réservé aux seules valeurs étrangères de sociétés abonnées, en ce qui concerne leur cotation officielle, peut être étendu, en vertu de la loi du 1^{er} août 1929, aux titres étrangers de sociétés non abonnées.

On a, par suite, toutes raisons de penser que le régime des valeurs non abonnées sera dans quelques années, celui de presque tous les titres étrangers. Il sera particulièrement intéressant pour le fisc français, d'éviter les fraudes fiscales pour toutes les valeurs étrangères qui seront détenues par les sociétés de placement.

2^o L'ASSIMILATION PAR LE FISC, DES PROFITS RÉALISÉS PAR LES SOCIÉTÉS DE PLACEMENT SUR VENTES DE TITRES AUX BÉNÉFICES INDUSTRIELS ET COMMERCIAUX.

L'Administration considère, en effet, que les profits provenant de la réalisation de valeurs du portefeuille d'un trust, doivent être assimilés à des bénéfices industriels et commerciaux et, par suite, être assujettis à la taxe de 15 0/0. C'est là une charge assez lourde. M. Gaël Fain fait à ce sujet les remarques suivantes dans son étude sur les « Compagnies de placement en Angleterre, aux Etats-Unis et en France ».

« Une Compagnie de placement qui réaliserait au cours
« d'un exercice, une plus-value de 1 million de francs sur
« la vente d'éléments de son portefeuille, aurait à acquit-
« ter de ce chef, une taxe de 150.000 francs. L'action-
« naire d'une telle Compagnie se trouverait donc dans une
« situation beaucoup plus défavorable que s'il avait ache-
« té directement des titres et les avait réalisés pour son
« compte. Il est vrai que, réciproquement, une compagnie
« de placement, si son portefeuille subit une moins-value,
« peut déduire, l'année suivante, cette moins-value de
« son bénéfice, par application des nouvelles dispositions
« autorisant le report des pertes. Cependant, cette atté-
« nuation est loin de compenser l'état d'infériorité où
« elle est placée par rapport au particulier qui peut,
« à chaque instant, réaliser les titres de son porte-

« feuille sans craindre, de ce chef, aucune pénalité fiscale ».

Il est à souhaiter que de nouvelles dispositions viennent également modifier, à cet égard, le point de vue adopté par le fisc. Toutefois, et à supposer même que cette fiscalité excessive soit adoucie, il nous restera à formuler le souhait que l'initiative de la création des premiers « Investment trusts » dans notre pays vienne, soit de banques d'affaires — telles que la Banque de Paris et des Pays-Bas ou la Banque de l'Union Parisienne — soit d'établissements de crédit — tels que le Crédit Lyonnais, la Société Générale, le Comptoir National d'Escompte de Paris — donnant toute garantie à l'épargne publique.

Il serait fâcheux de laisser à des financiers présentant des garanties peu sérieuses, l'initiative de créer, en France, les premières sociétés de placement, risquant par une gestion maladroite de discréditer auprès de l'opinion, cette institution apportant un débouché intéressant pour le placement des capitaux.

Nous pensons, en effet, que l'introduction en France des trusts de placement est souhaitable et que ces sociétés rendraient de grands services à l'épargne française. S'il est apparu que les trusts de placement pouvaient présenter certains dangers que l'on peut, d'ailleurs, tenter d'écarter par des mesures appropriées, nous nous efforcerons de montrer, dans la suite de notre travail, que les sociétés de placement offrent pour l'épargne, de multiples avantages.

Nous allons nous attacher, dans la troisième partie de notre ouvrage, à dresser en quelque sorte, le bilan des « Investment Trusts » en ce qui concerne leurs avantages et leurs inconvénients. Le plan de cette troisième partie sera le suivant :

1° Les avantages des « Investment Trusts » ;

2° Les griefs formulés contre les « Investment Trusts ». Leurs inconvénients. Les dangers que ces sociétés peuvent présenter.

TROISIÈME PARTIE

Avantages, inconvénients et dangers des sociétés de placement

1. Les avantages des Sociétés de Placement

Pour examiner les avantages que présentent les sociétés de placement, nous nous placerons successivement, à deux points de vue : celui de l'épargnant d'abord, celui de l'économie nationale du pays ensuite. Le capitaliste, lorsqu'il investit ses fonds dans un placement déterminé, ne recherche que son intérêt particulier. Cet intérêt peut se trouver en accord avec l'intérêt supérieur du pays, mais ce n'est pas toujours le cas. C'est ainsi qu'en plaçant leurs capitaux dans des affaires étrangères, les capitalistes permettent à l'industrie étrangère de concurrencer l'industrie nationale.

Nous étudierons donc successivement les avantages que les valeurs « d'investment trusts » présentent et pour le capitaliste et pour l'économie nationale du pays.

TITRE PREMIER

Avantages pour le capitaliste

CHAPITRE PREMIER

Un parfait équilibre du portefeuille, sous le triple rapport du rendement, de la sécurité et de la possibilité d'une plus-value.

Nous avons été conduits, au début de notre travail, à rechercher quels étaient pour l'épargnant, les éléments constitutifs d'un placement et nous avons dissocié les éléments suivants :

- l'intérêt servi,
- la sécurité du placement,
- la recherche d'une plus-value.

Nous avons également montré que le choix des placements pouvait varier d'un capitaliste à l'autre : tel recherche avant tout dans un placement, le maximum de sécurité, tel autre recherche l'éventualité d'une plus-value, tel autre enfin, le maximum d'intérêt ou de revenu pour les capitaux investis. Toutefois, la plupart des épargnants s'efforcent d'investir leurs capitaux en des placements présentant un équilibre judicieux sous tous ces rapports. La valeur relative de chacun des éléments signalés est variable selon les placements ; l'intérêt servi aux capitaux pla-

cés dans une entreprise, présentant toute sécurité et susceptible de développement, ne peut être aussi élevé que celui donné par un placement effectué dans une affaire offrant, soit moins de garanties, soit des possibilités de développement moins intéressantes.

a) *Placements présentant une grande sécurité pour les capitaux investis.* — C'est ainsi que le taux du rendement des actions Banque de France, titres qui présentent à la fois pour le capitaliste une grande sécurité et l'attrait d'une plus-value possible, ne ressort guère qu'à 2 0/0 sur le cours de 25.000 francs coté en février 1930 (1). On pourrait faire les mêmes observations en ce qui concerne les valeurs à revenu fixe ; un titre de rente sur l'Etat, une obligation garantie par le Gouvernement, assurera aux capitaux engagés, un rendement moins rémunérateur qu'une obligation émise par une société particulière.

L'importance que revêt, pour l'épargnant, la sécurité du placement, a conduit certaines sociétés à donner à l'acquéreur d'une obligation, la garantie complémentaire d'une compagnie d'assurances ; c'est ainsi que les emprunts obligataires émis par « l'Association foncière et immobilière » durant les années 1929 et 1930, ont été effectués en titres auxquels était attachée une police garantissant le remboursement du capital par une compagnie d'assurances.

Il est à noter, d'ailleurs, que cette garantie est, en partie, illusoire, car l'exécution de l'engagement pris par

(1) Pour l'exercice 1929, le rapport net des actions Banque de France s'est élevé à 520 francs.

la Compagnie d'assurances est subordonné au paiement, par la société emprunteuse, des primes d'assurances afférentes à la police souscrite.

b. Placements dont le caractère dominant est la possibilité de plus-value. — Les valeurs mobilières présentant ce caractère sont, généralement, les titres à revenu variable, actions (et plus particulièrement, actions ordinaires) et parts de fondateur. En ce qui concerne ces derniers titres, on sait d'une part, que leur nombre en est immuable, étant fixé lors de la fondation de la société et, d'autre part, que le pourcentage qui leur est alloué par les statuts, dans les bénéfices de l'entreprise, se traduit par des rémunérations toujours plus fortes, au fur et à mesure que l'affaire se développe. Il en résulte que la valeur boursière des parts de fondateur s'accroît souvent dans des proportions très importantes, beaucoup plus importantes que celle des actions ; le développement d'une entreprise ne va pas, en effet, le plus souvent, sans que cette entreprise soit contrainte de se procurer les fonds nécessaires à l'extension de son activité, par des augmentations de capital social qui se traduisent par des émissions d'actions nouvelles ; par suite, une progression des bénéfices de cette affaire peut ne pas se traduire par une augmentation du dividende attribué à chaque action, puisque le nombre de ces titres est plus élevé, alors qu'elle amène, nécessairement, une progression des répartitions attribuées aux parts de fondateur.

Un exemple fera mieux ressortir l'importance de la progression des répartitions allouées aux parts de fonda-

teur. Les parts « Grands Magasins des Galeries Lafayette » ont vu leurs répartitions portées successivement de 360,63 en 1921, à 9.333 francs en 1928 alors que, dans le même temps, le dividende attribué aux actions ne variait pas sensiblement (11 francs en 1928 contre 7 fr. 95 en 1921), en raison des augmentations de capital successives.

Par suite, les placements en parts de fondateur procurent souvent de substantielles plus-values aux capitaux investis en ces titres ; c'est ainsi que la part « Galeries Lafayette » dont le cours ne dépassait pas 50.000 en 1925, atteignait celui de 260.000 en 1928.

Tout aussi bien, nous aurions pu citer de nombreuses actions qui ont apporté des plus-values considérables aux capitaux placés dans l'affaire à son origine.

Le cas le plus typique est fourni par les actions Mines de Bruay : les titres de cette Société, d'un nominal de 1.000 francs, furent successivement divisés en centièmes et les centièmes eux-mêmes en dixièmes. Le nominal de ces dernières actions ne ressort donc qu'à un franc et, comme les titres primitifs de 1.000 francs avaient été considérés comme libérés avec un seul versement de 400 francs, la somme effectivement déboursée, en 1852 il est vrai, par les souscripteurs primitifs ne correspond en réalité, pour chaque millième d'action, qu'à 0 fr. 40. Or, le cours des millièmes d'actions Bruay avoisine 600 francs, soit environ 1.500 fois la mise de fonds initiale.

c) *Placements donnant aux capitaux engagés un rendement maximum.* — Enfin, il existe des titres qui per-

mettent aux capitaux de retirer du placement effectué, le meilleur rendement.

Telles sont, en général, les valeurs à revenu fixe, titres de rente, obligations, bons, pour lesquelles il n'y a pas à envisager, généralement, une plus-value importante du capital ; telles sont également les valeurs mobilières qui présentent un pourcentage de risque plus important ; tels sont enfin, les titres pour lesquels le capitaliste devra réserver une partie des répartitions encaissées pour amortir les fonds engagés.

En ce qui concerne plus particulièrement ces dernières valeurs, on peut citer les actions de mines d'or pour lesquelles il faut envisager, dans un certain délai, que les sociétés font d'ailleurs connaître généralement, l'épuisement de la mine. C'est ce qui explique que certaines valeurs aurifères arrivent à donner des rapports élevés dépassant parfois 25 0/0, comme c'est le cas des actions Modderfontein B. (cours 80 environ pour un revenu net approximatif de 20 francs).

— Par tous ces exemples, nous avons fait ressortir que les valeurs mobilières présentent, à des degrés très variables, les éléments que le capitaliste recherche dans un placement. On comprend qu'il n'est pas toujours très aisé, par suite, à l'épargnant, de procéder à un choix tel que la valeur par lui sélectionnée, présente à la fois ces éléments en un juste équilibre. Le capitaliste arriverait plus aisément à ce résultat en répartissant ses capitaux entre un certain nombre de valeurs mobilières de telle manière que l'ensemble du portefeuille ainsi constitué présente un équilibre au triple point de vue de rende-

ment, de la sécurité et de la possibilité de plus-value. Dans ce cas, il n'est plus nécessaire que chaque titre pris isolément présente à un degré moyen, les qualités que l'on doit s'efforcer de trouver dans un bon placement ; il faut seulement considérer la masse des valeurs et rechercher si cette masse possède les qualités voulues.

Toutefois, pour que l'épargnant puisse suivre une pareille politique dans la constitution de son portefeuille, il faut qu'il dispose déjà de capitaux assez importants ; il n'est guère possible au petit capitaliste d'assurer un équilibre rigoureux de son portefeuille par une grande diversification des valeurs mobilières sélectionnées.

Il en va tout autrement pour une société de placement qui, disposant de ressources importantes peut acquérir de nombreuses valeurs mobilières et réaliser ainsi un équilibre parfait de son portefeuille sous le triple rapport du rendement, de la sécurité et de la possibilité d'une plus-value. Les titres « d'investment trusts » présentent donc, à ce point de vue, un sérieux attrait pour le capitaliste.

CHAPITRE II

L'élimination pratique du risque obtenue par la diversification des placements. Compensation des risques

Tous les placements présentent à la fois une somme de qualités et certains risques, risques provenant de la nature des titres, risques géographiques, risques industriels. En procédant à l'acquisition d'une valeur mobilière, le capitaliste doit envisager la possibilité d'une défaillance de la collectivité, de la société dont il acquiert les titres. Pour parer à ce danger de dépréciation éventuel, il doit s'efforcer de répartir ses placements en le plus grand nombre possible de valeurs, de manière à ce que la défaillance d'un élément de son portefeuille n'entraîne pas la perte de tout son capital. En un mot, il doit rechercher par la diversification de ses placements, à morceler les risques sur un grand nombre de titres différents, de manière à éliminer pratiquement, pour l'ensemble du portefeuille, l'éventualité d'une dépréciation.

Toutefois, pour être effective, la diversification doit être poussée aussi loin que possible et réalisée au point de vue de la nature des titres, de la répartition géographique et de la répartition industrielle.

C'est ce que nous allons examiner successivement.

I. — *Diversification au point de vue de la nature des valeurs.* — A. *Titres à revenu fixe.* — Le petit épargnant, dans l'embarras où il se trouve pour la composition de son portefeuille, tourne la difficulté en investissant ses capitaux dans des valeurs dont la garantie repose sur le crédit de l'Etat, de collectivités telles que les départements ou les communes, titres de rente, bons, obligations. Ces valeurs dont on fait ressortir toute l'apparente sécurité, en les qualifiant fréquemment de « valeurs de père de famille », présentent cependant certains dangers, inhérents à tous les titres à revenu fixe.

L'attrait que ces valeurs présentent pour le capitaliste résulte de ce que l'épargnant est assuré, d'une part, de toucher un revenu toujours égal et, d'autre part, de voir le capital nominal intégralement remboursé. Cette double garantie n'est pas aussi efficace qu'on pourrait le croire tout d'abord.

En effet, les collectivités emprunteuses ne manquent pas de se réserver la faculté d'opérer des conversions et elles en usent lorsque les conditions du marché s'y prêtent ; il en résulte, par suite, que l'épargnant se trouve contraint d'accepter soit le remboursement de son capital, soit la réduction du taux de l'intérêt de ses titres.

D'autre part, la dépréciation de la monnaie vient affaiblir continuellement le pouvoir d'achat des sommes qui lui sont réparties, bien que ces répartitions soient toujours égales.

Cette dépréciation de la monnaie est un phénomène qui a été trop souvent mis en lumière pour que nous en parlions longuement. Les raisons de cette dépréciation de la

monnaie sont nombreuses. Tout d'abord, il y a les diminutions réelles du poids d'or contenu dans l'unité monétaire.

Si la dernière dévalorisation du franc, réalisée après la guerre (1) et attribuant à l'unité monétaire actuelle, une valeur environ cinq fois moindre que celle qu'elle avait avant-guerre, est présente à toutes les mémoires, il ne faut pas cependant oublier que notre histoire contient de nombreux précédents d'amputations analogues. C'était d'ailleurs, autrefois, un moyen souvent employé par les Rois de France pour procurer au Trésor les ressources exceptionnelles nécessitées par le financement des guerres.

Parallèlement à cette diminution effective du poids d'or contenu dans l'unité monétaire, se multipliaient les moyens de paiement grâce aux billets de banque et aux crédits bancaires.

L'or, lui-même, voyait son pouvoir d'achat baisser sans cesse au fur et à mesure que ce métal devenait plus commun. C'est ainsi que l'on a pu constater en Amérique, au cours de ces dernières années (période de guerre et d'après-guerre), une baisse continue du pouvoir d'achat de la monnaie américaine, qui en raison même de sa garantie, peut être assimilée à l'or.

Nous voyons donc qu'en raison de ces inconvénients — diminution du taux de l'intérêt réalisée à la suite d'opérations de conversion, dépréciation de l'unité monétaire par rapport à l'or, baisse du pouvoir d'achat de

(1) Loi monétaire du 25 juin 1928.

l'or — les valeurs à revenu fixe présentent quelques dangers pour le capitaliste.

Néanmoins, nous pensons qu'un portefeuille judicieusement composé doit faire une part assez large aux valeurs à revenu fixe, en raison de la stabilité que ces titres apportent au revenu de ce portefeuille. On peut d'ailleurs suivre, sur ce point, l'exemple donné par les sociétés de placement anglaises qui affectent un pourcentage important — 40 0/0 suivant de nombreuses Compagnies — de leurs ressources, à l'acquisition de valeurs de cette nature.

2. *Les titres à revenu variable.* — Sous la dénomination générale de titres à revenu variable, on comprend les valeurs qui ont droit à une part déterminée soit dans les bénéfices seuls, — telles sont les parts de fondateur —, soit dans l'actif et, par suite, dans les bénéfices d'une entreprise, — telles sont les actions sous leurs différentes formes, actions ordinaires, actions privilégiées, actions à vote plural. Par suite, ces titres semblent présenter pour le capitaliste, un risque beaucoup plus grand, puisque le rendement et la conservation des capitaux engagés sont en fonction de la marche de l'entreprise. Que cette entreprise périclite et le capital engagé peut se trouver amputé et parfois entièrement perdu. Par contre, si l'affaire se développe, le rendement des titres à revenu variable suit une progression analogue.

Pour nous résumer, l'action qui représente une part dans l'actif d'une affaire, constitue essentiellement une valeur-or et par suite, la dépréciation de la monnaie n'a

pas, pour les valeurs à revenu variable, les mêmes conséquences fâcheuses que pour les valeurs à revenu fixe. L'apparence de plus grand risque des titres à revenu variable est donc fausse et il semble que si l'on répartit un capital dans un grand nombre d'affaires différentes, on doit obtenir une sécurité suffisante.

En fait, l'opinion commune en France conserve une certaine méfiance à l'égard des placements en valeurs à revenu variable. Cette méfiance du capitaliste français à l'égard des actions, s'explique par les expériences souvent malheureuses en matière de placements de cette nature. Il faut reconnaître, d'ailleurs, que l'actionnaire français n'a pas toujours été traité comme il aurait dû l'être par les Conseils d'administration des sociétés : pour bien des Conseils d'administration, l'actionnaire n'est qu'un prêteur de capitaux et non un véritable « associé » et les répartitions attribuées aux actions sont souvent bien faibles, eu égard aux résultats acquis par de nombreuses entreprises.

Toute différente est la ligne de conduite suivie par la plupart des sociétés étrangères et notamment par les sociétés américaines, pour lesquelles la répartition de « bonus » et d'actions gratuites à leurs actionnaires, est chose devenue courante.

La pratique des actions à vote plural, heureusement supprimées pour l'avenir (1), apporte un exemple typique du peu d'égards des sociétés françaises envers leurs actionnaires. L'abus de la création d'actions à vote pri-

(1) Loi du 26 avril 1930.

vilégié a d'ailleurs beaucoup contribué à augmenter le peu de confiance du capitaliste français en ce qui concerne les titres à revenu variable.

Il est profondément regrettable de constater cette méfiance de l'épargnant français à l'égard des titres à revenu variable et ce, tant au point de vue national, car le développement industriel et commercial du pays ne s'en trouve pas facilité, qu'au point de vue du capitaliste lui-même, car l'action apporte au capital une possibilité de s'investir en une valeur-or.

D'ailleurs, si l'on envisage sur une période assez longue, les résultats donnés par des placements effectués en actions ordinaires, en ce qui touche la conservation et le rendement du capital, on constate que ces résultats sont bien supérieurs à ceux obtenus par un placement effectué en valeurs à revenu fixe.

Cette constatation a été particulièrement mise en lumière par un économiste américain, Lawrence Smith, dans un livre consacré aux « actions ordinaires dans les placements à long terme ». L'auteur, qui a porté son examen sur une période de 25 ans, en a été conduit à poser en principe que si l'on investit un capital donné en un certain nombre d'actions ordinaires judicieusement choisies, le placement ainsi fait assure au capital engagé, à la fois un rendement supérieur à celui qui aurait été donné par des valeurs à revenu fixe et une plus-value croissante.

Pour enregistrer de pareilles constatations, il est nécessaire de porter son examen sur une période d'une durée assez longue ; il est, en effet, des périodes de crises pro-

longées, pendant lesquelles les sociétés industrielles et commerciales ne peuvent distribuer à leurs actionnaires que des dividendes moins élevés et parfois, même, interrompre les répartitions.

D'autre part, pour constater de semblables résultats, il faut que le placement comporte des actions d'assez nombreuses sociétés différentes, de manière à ce que le risque soit réparti : ce n'est pas chose facile à réaliser par le petit capitaliste.

Nous voyons donc, sous le rapport de la nature des titres, titres à caractère obligataire dits à revenu fixe, et titres à revenu variable, l'intérêt qu'il y a pour un portefeuille, à diviser les placements. Dans un portefeuille composé de la sorte, les valeurs à revenu fixe apportent la stabilité de leur rendement, alors que les valeurs à revenu variable offrent au capital la possibilité de plus-values intéressantes. Cette nécessité de répartir ainsi ses placements en valeurs de natures différentes n'est guère possible à réaliser par le petit épargnant et, à cet égard, les possibilités d'un « trust » disposant de ressources considérables sont incomparablement plus vastes.

En fait, la plupart des petits épargnants français effectuent leurs placements mobiliers en valeurs à revenu fixe — rentes d'Etat, bons du Trésor, obligations émises par les départements, les communes, les Compagnies de chemins de fer, le Crédit Foncier — et relativement peu en titres à revenu variable.

II. — *Diversification au point de vue de la répartition géographique des placements.* — Divers au point de vue

de la nature des titres, le portefeuille du capitaliste doit être disséminé au point de vue géographique. Nous n'insisterons pas particulièrement sur l'intérêt qu'il y a pour un portefeuille à être réparti en valeurs de nombreux pays.

En effet, une partie du monde peut, seule, être bouleversée par une guerre comme il en a été pour l'Europe de 1914 à 1918, et, d'autre part, malgré les relations très étroites qui existent entre les grands marchés internationaux, la prospérité des nations ne suit pas une progression identique. La richesse prodigieuse de l'Angleterre au cours du xix^e siècle subit actuellement une éclipse et la rapide fortune des Etats-Unis ne doit pas nous laisser continuellement dans l'idée que le courant d'affaires mondial est, pour toujours, dirigé vers l'Amérique du Nord.

Il y a, encore à l'heure actuelle, beaucoup de pays neufs dont les ressources sont, soit ignorées, soit mal exploitées. Si nous prenons, par exemple, le parti que nous tirons actuellement de notre domaine colonial, ne semble-t-il pas que, de ce côté, il y a encore bien à faire ? Sans nul doute il y a là pour notre activité, un champ très vaste et où de nombreux capitaux trouveront à s'employer de manière très avantageuse.

Toutefois, pour qu'un capitaliste puisse réserver dans son portefeuille, une certaine part pour des placements de cette nature, il faut qu'il dispose d'un capital relativement important. En effet, le risque présenté par de tels placements est plus fort que celui qui est inhérent aux valeurs industrielles de pays arrivés déjà à un grand dé-

veloppement ; par suite, il est prudent, d'une part, de ne prévoir pour ces placements, qu'un pourcentage peu élevé du capital dont on dispose et, d'autre part, de morceler les placements effectués en le plus de contrées possible.

Toutes ces conditions font mieux ressortir les avantages que peuvent présenter pour le capitaliste, les titres émis par les sociétés de placement, dont l'importance des ressources permet de disséminer les participations dans le monde entier.

III. — *Diversification au point de vue de la répartition des placements par industrie.* — Divers, au point de vue géographique, le portefeuille idéal doit être divers au point de vue répartition par industries et ce, dans la mesure la plus large possible, c'est-à-dire que les placements devront être non seulement répartis entre toutes les branches de l'activité humaine, mais dans chaque branche en plusieurs entreprises distinctes. Là encore, l'intérêt de la diversification des placements est évident : si l'on excepte les crises économiques mondiales et générales, une industrie peut être appelée à une grande prospérité alors que d'autres peuvent subir une éclipse plus ou moins longue.

C'est ainsi que les valeurs de plantations de caoutchouc furent, pendant les années 1925 et 1926, l'objet d'une spéculation considérable à la suite du boom de la matière, qui, du cours de 6 deniers 1/2 pour une livre anglaise (cours de 1921), s'était établie à celui de 56 deniers.

Cette diversification par industrie doit être aussi complète que possible : répartition entre les industries d'extraction de matières premières, industries de transformation, industries de transports et de commerce, industries de crédit.

Le pourcentage du capital réservé à chaque industrie doit être fait en valeurs traitant de produits différents : c'est ainsi que la partie du portefeuille réservée aux valeurs d'extraction de matières premières devra être judicieusement répartie entre les valeurs de pétrole, métaux divers, caoutchouc, charbonnages...

Enfin, dans chacune de ces industries particulières il est sage de répartir son capital entre des affaires distinctes : il est possible, en effet, que, par suite d'une mauvaise gestion, une entreprise placée dans une industrie particulièrement favorisée, ne réussisse pas.

IV. — *La diversification des placements et les sociétés de placement.* — Si l'on considère cette nécessité de la diversification des placements, on voit donc que, même si l'on fait abstraction de toute question de compétence, il est pratiquement impossible à un capitaliste, en raison de l'importance des fonds qu'il lui faudrait posséder, de répartir ses capitaux en autant de postes différents. Ce qu'un épargnant ne peut faire, une société de placement peut le réaliser ; les moyens d'un « investment trust » lui permettent en quelque sorte, de couvrir tout le tableau et de jouer ainsi tous les numéros alors que ceux d'un capitaliste isolé ne lui permettent de tenter sa chance que sur un ou quelques numéros.

Nous avons résumé en un tableau récapitulatif, les différents aspects qu'il faut successivement envisager pour obtenir une répartition judicieuse de ses placements.

I. Diversification au point de vue du caractère des placements, de manière à ce que le portefeuille ainsi constitué soit susceptible d'assurer :

- a) Un rendement maximum du capital investi ;
- b) Une grande sécurité ;
- c) Une possibilité de plus-value.

II. Diversification au point de vue nature des valeurs.

- a) Valeurs à caractère obligataire, dites à revenu fixe : rentes, obligations bons ;
- b) Valeurs dites à revenu variable : actions diverses (privilégiées, ordinaires), parts de fondateur.

III. Diversification au point de vue géographique. Répartition des placements entre pays arrivés à un stade de perfectionnement avancé et pays neufs.

IV. Diversification par genre d'industries.

- a) Industries d'extraction de matières premières (pétrole, caoutchouc, houille, métaux divers, diamants ;
- b) Industries de transformation ;
- c) — de transports et de navigation ;
- d) — de commerce ;
- e) — de crédit ;
- f) — d'assurances contre les risques ;
- g) — diverses.

Dans chaque industrie, répartition du capital affecté entre plusieurs entreprises différentes.

On peut se rendre compte aisément, de la grande sécurité que présente un portefeuille judicieusement réparti sous tous ces rapports ; une pareille répartition des placements est susceptible d'assurer un équilibre très stable aux capitaux investis.

Toutefois, pour être à la fois complète et efficace, cette diversification des placements nécessite deux conditions que peut difficilement remplir un capitaliste isolé :

— Un capital très important.

— Des connaissances étendues ainsi que des qualités d'expérience et de jugement.

Ce qu'un seul épargnant ne peut obtenir, la société de placement est à même, par l'importance des capitaux qu'elle groupe, et par son organisation, de le réaliser.

A titre d'exemple, nous donnons, ci-dessous, les chiffres suivants empruntés à l'étude de M. Lazard, parue dans le *Revue d'Economie politique*, chiffres qui donnent une idée de la manière dont un investment trust britannique, l'*Industrial and General Trust*, fondé en 1889, a réalisé cette diversification des placements :

I. Par type ou nature de valeurs

Obligations et rentes.	37.01 0/0
Actions de préférence.	18.93 0/0
Actions ordinaires.	44.06 0/0

II. Répartition géographique

Angleterre.	37.74 0/0
Amérique du Sud (sauf Argentine). . . .	14.77 0/0

Dominions et colonies anglaises.	14.70 0/0
République Argentine.	11.67 0/0
Etats-Unis.	8.71 0/0
Europe (sauf Angleterre).	4.82 0/0
Asie, Afrique (sauf Dominions).	4.64 0/0
Mexique et Amérique centrale.	2.95 0/0

III. Répartition par genre d'affaires

Industrielles,	51.61 0/0
Chemins de fer américains ou étrangers. . .	17.82 0/0
Banques, Sociétés financières.	10.89 0/0
Fonds d'Etat et emprunts de villes. . . .	9.03 0/0
Chemins de fer anglais ou coloniaux. . . .	4.94 0/0
Tramways et omnibus.	3.18 0/0
Fonciers et banques hypothécaires. . . .	1.75 0/0
Valeurs de navigation.	0.78 0/0

Il va sans dire que ces pourcentages ne sont pas intangibles et qu'ils sont susceptibles d'être modifiés, suivant les circonstances; cependant, ces chiffres montrent comment les trusts britanniques réalisent la diversification des placements. Nous ajouterons que le nombre des valeurs réparties entre ces différents postes, s'élevait à plus de mille, ce qui donne une idée du morcellement du portefeuille de l'*Industrial and General Trust*.

Si nous examinons comment les « Investment Trusts » américains ont réalisé la diversification de leurs placements, nous aurons à faire une classification entre les différentes sociétés de placements qui fonctionnent en Amérique.

En effet, alors qu'on ne trouve guère en Angleterre, que des trusts de même type, qu'on appelle discrétionnaire, où toute liberté d'action est laissée aux administrateurs, on rencontre aux Etats-Unis, des sociétés de placement dont le fonctionnement ne permet pas un morcellement des risques aussi poussé.

Tels sont les trusts dénommés « rigides » qui effectuent leurs placements uniquement en actions ordinaires, à l'exclusion de valeurs à revenu fixe.

Tels sont encore certains trusts spécialisés exclusivement dans une industrie déterminée : la « Chain Store Investment Corporation » (1), la « National Aviation Corporation », le « Power and Light Securities Trust » limitent à une seule industrie, les placements qu'ils effectuent.

Tels sont enfin quelques trusts spécialisés au point de vue répartition géographique des placements. Il est à remarquer, d'ailleurs, que la plupart des trusts de placement, existant aux Etats-Unis ne détiennent guère en portefeuille que des valeurs purement américaines, se séparant, sur ce point, de la méthode suivie par les « investment trusts » britanniques. S'il est vrai, en effet, que ces derniers accordent aux valeurs anglaises, une part prépondérante, ils réservent néanmoins, un pourcentage important aux valeurs d'autres pays, ce qui assure à leur portefeuille, une sécurité plus forte.

Les actions d'« investment trusts » ainsi spécialisés, soit au point de vue de la nature des valeurs, soit au point

(1) Trust spécialisé dans l'acquisition de valeurs de magasins à succursales multiples.

de vue de la répartition géographique ou industrielle, n'offrent pas au capitaliste une garantie aussi grande que les titres des sociétés de placement britanniques du type général et international. Pour obtenir le même résultat, l'épargnant devrait acquérir des titres de différents trusts spécialisés. Il existe d'ailleurs aux Etats-Unis, des sociétés de placement qui effectuent leurs placements uniquement en actions d'« investment trusts » : tel est le « Central Trustees Corporation » ; d'autres trusts font, dans leur portefeuille, une part aux titres de sociétés de placement.

Il semble qu'il y a là, un abus de la société de participation et il est à craindre que cette double superposition de titres ne soit souvent un prétexte à une superposition de hausses et ne facilite la spéculation.

Toutefois, si l'acquisition de titres de diverses sociétés de placement constitue un abus, réalisée par un super-trust, cette opération peut être au contraire une excellente chose, effectuée par le capitaliste lui-même.

Les résultats des trusts de placement peuvent varier, en effet, d'une société à l'autre et l'épargnant sera bien avisé, en répartissant ses disponibilités entre plusieurs valeurs d'« investment trust », au lieu de les grouper en une seule. C'est ainsi que d'après les renseignements contenus dans un des bulletins de la « Cleveland Trust Company » et recueillis par M. Louis Baudin, professeur à la Faculté de Droit de Dijon, on avait pu enregistrer les variations suivantes sur les cours des 8 principaux « Investment Trusts » américains pendant l'année 1928 et les deux premiers mois de 1929 : « deux d'entre eux n'avaient pas

enregistré de changement, un avait perdu 14 0/0, trois avaient gagné, un 25 0/0, un 60 0/0 et un 216 0/0 ».

On voit donc que toutes les valeurs d' « investment trust » ne connaissent pas la même fortune et que, par suite, il est intéressant de répartir ses capitaux entre plusieurs.

V. *La compensation des risques*

La diversification des placements ne doit pas viser à obtenir seulement la division des risques, mais encore leur compensation. Il est en effet, des industries dont le développement s'effectue aux dépens de certaines autres.

Une découverte, une invention peuvent apporter un essor considérable à une branche de l'activité humaine et, par contre-coup, en ruiner une autre.

C'est ainsi que les progrès réalisés par la télégraphie sans fil sont tels que l'avenir des entreprises qui assurent les relations entre pays éloignés par câbles, peut paraître assez aléatoire. Cette crainte a d'ailleurs été parfaitement discernée par certaines sociétés. C'est ainsi que la Compagnie française des câbles télégraphiques, notamment, s'est assuré des participations importantes dans des sociétés de télégraphie sans fil telles que « Radio France » et la « Compagnie Générale de T. S. F. » (1).

Dans un autre ordre d'idées, la réalisation du tunnel sous la Manche, si toutefois il se réalisait un jour, provo-

(1) Louis JANIN, *op. cit.*, p. 79.

querait sans doute la ruine des Compagnies de navigation qui assurent les transports entre la France et l'Angleterre, alors qu'elle aurait très certainement pour conséquence d'amener une progression importante des recettes des Compagnies de chemins de fer anglaises et françaises dont le tunnel dépendrait.

L'électricité et le pétrole ne concurrenceront-ils pas de plus en plus le charbon ? Et le pétrole n'est-il pas lui-même, susceptible d'être remplacé par un produit synthétique ?

Autant de problèmes qui se posent et qui conduisent les capitalistes et les administrateurs d'« investment trusts » à composer leur portefeuille de manière à assurer une compensation des risques. Cette politique peut d'ailleurs les conduire parfois à prendre des participations dans des affaires dont les possibilités d'avenir peuvent, étant fonction de la mise au point d'une invention, être très brillantes, mais qui n'en sont pas moins incertaines au moment où la participation est prise.

Il est difficile, pour ne pas dire impossible, qu'un capitaliste isolé risque ainsi une partie de ses capitaux dans une entreprise dont l'avenir reste aussi problématique. Par contre, une société de placement peut réserver une petite partie de son capital pour quelques placements de cette nature et retirer de cette politique, à côté de désillusions, d'appréciables plus-values des fonds investis.

Par tout ce qui précède, nous voyons donc qu'il est très difficile pour l'épargnant, d'une part, de posséder un capital tel qu'il puisse le morceler en autant de postes différents, et d'autre part, d'avoir des connaissances

telles qu'il puisse sélectionner ses placements avec toute garantie. La société de placement au contraire, grâce à ses revenus importants, peut réaliser ce que ne peut obtenir le capitaliste. Ne fût-il propriétaire que d'une action d'« investment trust », l'épargnant possède des intérêts dans un nombre considérable d'industries judicieusement sélectionnées.

CHAPITRE III

La société de placement assure une meilleure gestion des capitaux

La société de placement présente, en outre, pour le capitaliste, le gros avantage de le libérer du souci de veiller lui-même aux actes d'administration et de gestion de son portefeuille : encaissement de coupons, exercice ou vente des droits de souscription aux augmentations de capital, échange de titres. Ces multiples opérations sont souvent négligées par les capitalistes trop souvent absorbés par leurs occupations professionnelles et le plus fréquemment, mal ou tardivement renseignés.

Ces négligences de porteurs de valeurs mobilières dans l'exercice de leurs droits, peuvent avoir, parfois, pour conséquence, des amputations de capital.

Tel est le cas de l'actionnaire qui néglige de souscrire à une augmentation de capital ou, à défaut, de négocier le droit de souscription correspondant. Les délais impartis pour effectuer ces opérations sont en général assez courts et le porteur défaillant voit, par sa faute, son capital réellement amputé. De nombreux capitalistes, pour parer aux dangers que présentent ainsi pour leur portefeuille, ce défaut de surveillance, placent leurs titres en dépôt dans des Etablissements de crédit. Mais il n'est pas

toujours possible à l'établissement dépositaire, de se substituer au propriétaire des titres et l'expérience montre que de nombreux clients, régulièrement avisés par la Banque des opérations à effectuer sur leurs titres, ne transmettent pas en temps opportun leurs instructions et ne permettent pas ainsi à la Banque de prendre les mesures qu'il convient.

Tout au contraire, le trust de placement pourra, grâce à son organisation, exercer en temps voulu, toutes les mesures conservatrices sur les valeurs composant son portefeuille ; propriétaire des titres, il pourra réaliser, sans aucun retard, toute opération, comme aurait pu le faire un capitaliste diligent.

De même, la société de placement est parfaitement bien placée pour être renseignée sur l'avenir de telle affaire, de telle industrie, ainsi que sur les perspectives politiques, économiques et financières de tel ou tel pays, tous éléments qui conditionnent les cours des valeurs mobilières. L'importance de son organisation lui offre, en effet, la facilité de consacrer chaque année, une somme importante pour le fonctionnement de services d'informations et d'études qui lui permettent d'effectuer le choix de ses placements avec le maximum de garanties. Ces services de documentation peuvent être d'ailleurs puissamment aidés comme c'est le cas en Amérique, par un organisme central de documentation créé pour les besoins des « investment trusts » et par eux.

D'autre part, la présence à la tête des « investment trusts », d'administrateurs en relation avec les directeurs des établissements de crédit ou d'importantes

affaires industrielles, est susceptible d'assurer à la gestion de ces trusts, de précieuses indications.

De cette organisation des trusts de placement, il résulte, par suite, que la sélection des valeurs, le choix des moments auxquels sont faits les achats et les ventes, sont effectués dans les meilleures conditions et telles qu'il est impossible à un capitaliste isolé, de les réaliser.

Certains ont prétendu que les trusts de placement effectuant des opérations sur des quantités de titres importantes, pouvaient bénéficier, de ce fait, de conditions plus avantageuses. C'est là, pensons-nous, une affirmation inexacte, si l'on s'en tient aux opérations effectuées sur le marché. Même si nous n'envisageons que des titres à marché large, il est bien évident que de nombreux achats ou des ventes importantes, amènent des répercussions sur le cours d'une valeur. Par contre, cette proposition pourrait retrouver tout son prix dans le cas d'une souscription à une émission nouvelle ou dans celui de la reprise, de gré à gré, à un capitaliste ou à un autre groupement, d'une quantité de titres importante.

Rôle que peuvent jouer les trusts comme société de gestion. — Nous dirons ici, quelques mots du rôle que peuvent jouer les « investment trusts » pour protéger l'épargne française à l'égard des collectivités nationales ou étrangères défaillantes. Il est certain que l'action d'un organisme puissant serait beaucoup plus efficace que celle de porteurs trop souvent isolés. Ce rôle de l'« investment trust » en tant que société de gestion, a d'ailleurs été parfaitement mis en lumière par M. Paul Cheminai, dans

l'ouvrage qu'il a consacré aux « Sociétés de gestion de valeurs mobilières ».

Pour en terminer avec l'exposé des avantages que présentent pour l'épargnant, les valeurs d' « investment trusts », nous pouvons signaler ceux-ci, qui, sans être particuliers aux valeurs de trusts, n'en sont pas moins à noter tout particulièrement.

La pratique adoptée par les trusts britanniques, de ne pas comprendre dans leurs bénéfices, le produit des plus-values sur réalisations de titres et de capitaliser ces sommes, assure en quelque sorte, par le jeu de cette capitalisation, une progression constante du rapport des titres des sociétés de placement. Il est certain que le profit qu'une société retire du revenu des réserves ainsi constituées, n'est pas propre aux « Investment Trusts » ; mais pour la plupart des sociétés industrielles, les dotations aux fonds de réserve ne constituent qu'un pourcentage sur le total des bénéfices et non la totalité des produits de telle branche de l'activité de la société.

La ligne de conduite adoptée par les trusts de placement anglais, de capitaliser ainsi les bénéfices réalisés après vente de titres, et de ne distribuer que les sommes encaissées par le trust, au titre de revenus ou de dividendes, assure à la fois au rendement des valeurs du trust, une grande stabilité et une tendance constante à la progression. Il n'en est pas de même pour une société industrielle : suivant les circonstances, les résultats des exercices peuvent être tout à fait différents et par suite le revenu des actions peut subir des fluctuations importantes. Il est d'ailleurs à remarquer que sur le produit

des sommes encaissées à titre de dividende ou de revenu, les « investment trusts » anglais prélèvent une somme pour égalisation des dividendes, ce qui leur permet de distribuer des répartitions même en période de crise économique.

De cette parfaite « rentabilité » des valeurs d'« investment trusts » britanniques, il résulte que ces titres sont fort appréciés des capitalistes et qu'il est toujours facile, pour un détenteur d'actions de société de placement, de les vendre sur le marché où ces titres sont cotés.

En résumé, la stabilité et la tendance à la progression des répartitions d'une part, la facilité de négociation d'autre part, présentent, pour les détenteurs d'actions d'« investment trusts », de réels attraits.

TITRE II

Avantages que présentent les sociétés de placement pour l'économie nationale du pays

On pourrait penser que, dès lors que les sociétés de placement offrent de sérieux avantages pour les capitalistes pris isolément, ces avantages s'étendent à l'économie du pays. Ce n'est vrai qu'en partie.

L'épargnant, lorsqu'il affecte ses capitaux à l'acquisition de valeurs mobilières, ne recherche que son intérêt et cet intérêt peut ne pas coïncider avec l'intérêt général du pays. Ainsi que le disait M. Rist, professeur à la Faculté de Droit de Paris, l'épargnant est un « acheteur de « revenus nets et comme tout acheteur, il cherche à obtenir cette marchandise au meilleur prix » ; en réalisant cette opération, il se désintéresse de savoir si le placement choisi peut favoriser le développement du commerce ou de l'industrie de la nation. C'est ainsi que les capitalistes français, en souscrivant aux emprunts de gouvernements étrangers, ou en apportant leurs capitaux aux entreprises étrangères — placements qui assurent habituellement un rendement plus rémunérateur que ceux effectués en titres nationaux — ne se rendent pas toujours compte qu'ils favorisent ainsi la concurrence faite à l'industrie nationale.

Ceci posé, nous pensons que les « trusts de placement » sont susceptibles de faciliter l'expansion industrielle du

pays, d'une part en favorisant l'apport des capitaux aux entreprises nationales et coloniales, d'autre part, en exportant les capitaux vers des pays susceptibles de devenir des clients de l'industrie française.

I. *Apport des capitaux à l'industrie nationale.* — Nous avons déjà vu que les petits épargnants français effectuent leurs placements presque exclusivement en valeurs à revenu fixe, fonds d'Etat, emprunts des collectivités, et délaissent les valeurs à revenu variable.

Or, c'est justement les placements effectués en titres de cette dernière catégorie (actions de différente nature), qui permettent la constitution de sociétés nouvelles et leur développement ultérieur, favorisant en cela l'expansion industrielle du pays.

Le financement des entreprises industrielles et commerciales est assuré, pour partie, en France, par les banques d'affaires, notamment la Banque de Paris et des Pays-Bas et la Banque de l'Union Parisienne, et ces établissements ont grandement favorisé le développement de l'industrie nationale.

Toutefois, ces banques n'assurent ce rôle que par l'emploi des fonds qui leur appartiennent en propre, capital et réserves.

Il nous paraît que les sociétés de placement pourraient apporter un soutien intéressant à notre industrie et compléter le rôle joué par les banques d'affaires ; groupant des capitaux considérables, les trusts de placement se trouvent à même de réserver une place importante dans leur portefeuille, aux valeurs à revenu variable. Les

administrateurs des sociétés de placement n'auront pas les mêmes craintes que les capitalistes isolés, de placer les capitaux en titres à revenu variable, qui, aux yeux des épargnants, paraissent comporter plus de risques que les valeurs à revenu fixe.

Il ne s'agit pas, bien entendu, pour les sociétés de placement, de prendre le caractère de banques d'affaires en assurant le lancement et le financement des entreprises. C'est là, en effet, des opérations que les « investment trusts » doivent s'interdire de faire ; d'ailleurs, les sociétés de placement doivent limiter l'importance de leur participation dans une affaire déterminée, le but recherché par elles n'étant ni le contrôle ni le lancement d'entreprises, mais le placement des fonds. Toutefois, même ainsi limité, le soutien que les trusts de placement peuvent apporter à l'industrie, n'est pas négligeable.

Ce soutien pourra revêtir une forme soit directe, soit indirecte. — Soutien direct lorsque les sociétés de placement souscrivent aux augmentations du capital des sociétés dont elles détiennent des titres en portefeuille. — Soutien indirect lorsque les sociétés de placement procèdent à l'acquisition des valeurs mobilières sur le marché, car elles libèrent ainsi des capitaux qui peuvent utilement trouver d'autres débouchés.

Enfin, il paraît intéressant de signaler que la publication, par les trusts de placement, de la composition de leur portefeuille, est susceptible de contribuer à ramener la confiance du capitaliste à l'égard des titres à revenu variable.

II. *Les sociétés de placement sont susceptibles d'orienter l'épargne française vers les placements étrangers.* — 1° La souscription aux emprunts de pays étrangers peut, et devrait même, constituer un excellent moyen de créer des débouchés aux produits nationaux.

Il ne faut pas, bien entendu, s'exagérer l'influence que peuvent avoir les « Investment Trusts » sous ce rapport, la société de placement agissant avant tout comme un particulier et recherchant d'abord son intérêt.

En réalité, c'est au gouvernement qu'il appartient de « poser comme condition première aux Etats qui frappent à notre porte, l'obligation de passer chez nous de fructueuses commandes » (L. de Chappedelaine).

Toutefois, les administrateurs des sociétés de placement, du fait de leurs relations avec les milieux politiques et financiers, paraissent plus aptes que les capitalistes isolés, à orienter leurs placements vers des pays susceptibles de devenir des clients du nôtre.

2° D'autre part, les titres étrangers acquis par les sociétés de placement contribueront à augmenter le portefeuille national de valeurs étrangères dont on a fait fréquemment ressortir toute l'utilité pour le pays.

En temps normal, l'existence d'un portefeuille de valeurs étrangères se traduit par des rentrées de fonds qui viennent influencer heureusement la balance des comptes du pays.

Pendant la dernière guerre de 1914-1918, l'Angleterre et la France ont fait largement appel aux valeurs mobilières étrangères détenues par leurs nationaux, ce qui leur a permis de régler les achats effectués à l'étranger,

en Amérique notamment, sans que ces paiements affectent leurs changes respectifs. C'est ainsi que sur le montant des achats européens réalisés pendant la guerre en Amérique, montant que l'on évalue à environ 12 milliards de dollars, on estime que le règlement a été fait à concurrence de 2 milliards de dollars au moyen de titres remis aux gouvernements anglais et français, par les capitalistes particuliers. Les services rendus par les prêts de ces valeurs aux Etats anglais et français furent, on le voit, considérables.

L'intérêt qu'il y a pour notre pays, à ce qu'il existe un portefeuille national important de valeurs étrangères, doit être signalé avec une insistance d'autant plus grande que la dernière guerre a modifié profondément la situation de la France sous ce rapport. Il importe, à l'heure actuelle, de reconstituer notre portefeuille de titres étrangers et de faire reprendre à la France, le rang qu'elle occupait avant 1914, de nation créancière des autres nations, avec tous les avantages que cette situation comportait pour le pays.

3° Il paraît y avoir un intérêt d'autant plus grand à orienter actuellement les capitaux français vers les placements extérieurs, que notre pays se trouve traverser en ce moment, des conditions monétaires exceptionnelles. Grâce à notre stabilité politique et économique d'une part, stabilité qui contraste avec l'agitation et l'État de crise de nombreux pays, et grâce à notre vigoureux redressement financier d'autre part, le franc est devenu l'une des monnaies les plus saines et les plus fortes du monde. Il en résulte des demandes continuelles de francs contre devises, motivées tout d'abord par des rapatrie-

ments de capitaux français qui avaient déserté notre pays aux heures sombres de 1926, puis par des achats de l'étranger. Ces achats considérables de francs ont entraîné un afflux d'or vers notre institut d'émission, tel que l'encaisse-or de la Banque de France atteignait, à la date du 17 octobre 1930, le chiffre record de 50.567.354.167 fr. 80, en augmentation de plus de 21 milliards et demi sur le chiffre de cette même encaisse au 25 juin 1928 : 28.934.885.268 fr. 85, point de départ de notre réforme monétaire. Cet afflux d'or a, d'ailleurs, revêtu, durant ces derniers temps, une cadence très rapide et la semaine du 10 au 17 octobre a accusé notamment, une augmentation de cette encaisse de plus de 1.100 millions (Il faut voir là, en partie, la conséquence des évasions de capitaux germaniques à la suite des troubles qui ont suivi les dernières élections allemandes) (1).

S'il faut se réjouir de constater la confiance que l'étranger témoigne ainsi à l'égard de notre monnaie, il convient, néanmoins, de signaler que cet état de choses présente de sérieux inconvénients.

En effet, parallèlement à cet afflux d'or, se sont multipliés les instruments monétaires ; la circulation fiduciaire est passée en 2 ans, de 58 milliards 772 millions (25 juin 1928) à 73.601 millions (17 octobre 1930), soit une progression de 15 milliards ; d'autre part, les crédits bancaires et le montant des fonds déposés dans les Caisses d'épargne atteignent des chiffres considérables, que nous avons signalés, d'ailleurs.

(1) Septembre 1930.

Cette abondance des instruments monétaires contribue à maintenir et même à accroître chez nous, la hausse des prix de détail, alors que la tendance est au contraire orientée vers la baisse dans la plupart des pays étrangers ce qui, vis à-vis d'eux, place la France en position défavorable.

Pour remédier à cet état de choses et faire refluer l'or qui, malgré nous, vient se fixer dans notre pays, les placements extérieurs apparaissent comme l'un des moyens les plus efficaces. L'acquisition de titres étrangers par les capitaux français provoquera, en effet, la vente de francs contre devises et ces ventes viendront contre-balancer les achats de francs contre devises effectuées par l'étranger.

C'est ce que faisait justement remarquer M. de Chappedelaine, rapporteur général du budget à la Chambre des Députés (1) : « Il y a quelques années, on avait le droit de s'émouvoir de l'exode des capitaux français ; aujourd'hui, il y a lieu de regretter qu'il n'en sorte pas davantage ».

Cette question des placements extérieurs est, il est vrai, très délicate à l'heure actuelle car, d'une part, de nombreux pays sont en période d'agitation politique et, d'autre part, nos relations paraissent tendues avec certaines nations étrangères.

Cette situation extrêmement trouble du monde, situation provoquée en grande partie par les très mauvaises conditions économiques actuelles, doit nous inciter à apporter beaucoup de circonspection en matière de placements étrangers.

(1) *L'Information économique et Financière*, 22 février 1930.

Toutefois, et sous ces réserves, on peut dire que les placements extérieurs sont une excellente chose, à condition qu'ils soient effectués avec méthode et motivés davantage par la raison que par le sentiment.

Il convient de remarquer d'ailleurs, que la société de placement en morcelant ses placements extérieurs, atténuera dans de fortes proportions, le risque couru par l'ensemble des capitaux investis.

III. *Les sociétés de placement peuvent-elles jouer le rôle de régulateurs du marché des valeurs ?* — Peut-on espérer enfin, que les sociétés de placement puissent jouer un rôle de régulateur du marché financier ? C'est là un point fort controversé. Quelques auteurs pensent de la sorte. C'est ainsi que M. Druart dans l'intéressant travail qu'il a consacré au « Trust de placement », dit notamment :

« Les trusts de placement constituent de véritables
« *régulateurs du marché des valeurs mobilières.*

« Il est notoire que le grand public n'achète générale-
« ment qu'en période de hausse et vend le plus souvent
« dans les moments de dépression, tandis que les diri-
« geants de ces sociétés, en gens de métier, savent résis-
« ter à ces impulsions auxquelles la masse est si docile.
« Ils savent attendre patiemment l'heure d'acheter et
« choisissent, de préférence, les époques de profonde
« stagnation, lorsque la baisse a ramené le niveau géné-
« ral assez bas et qu'il est possible d'acquérir des valeurs
« de premier ordre à des cours dépréciés. Ils s'empressent,
« par contre, de réaliser dans les périodes d'effervescence

« et de boom, lorsque la hausse des cours entraîne un
« taux de capitalisation moyen trop bas.

« La prévision des mouvements boursiers tend de plus
« en plus à sortir du domaine des simples conjectures
« pour devenir une véritable science. Les remarquables
« travaux d'économistes tels que Aftalion et J. Dessirier,
« démontrent qu'il existe des méthodes et des indices
« permettant de déterminer avec une approximation suf-
« fisante, la durée d'une phase de hausse ou de baisse.

« Mais il n'est possible de se servir de ces indices et de
« ces méthodes que si l'on opère sur un nombre très éten-
« du de valeurs. Leur usage se restreint à la gestion des
« gros portefeuilles très divisés, tels que ceux des trusts de
« placement. Les capitalistes particuliers travaillant sur
« un nombre restreint de valeurs, ne peuvent songer à les
« employer utilement ».

D'autres, au contraire, ont rendu les « Investment
Trusts » américains responsables du krach de Wall Street
d'octobre-novembre 1929.

Nous pensons que l'on a beaucoup exagéré sur ce
point ; M. Louis Baudin, professeur à la Faculté de Droit
de Dijon fait, à ce sujet, dans une étude sur les « Invest-
ment Trusts », parue dans *L'Orientation économique et
financière*, les remarques suivantes :

« Il est difficile de savoir dans quelle mesure les
« investment trusts sont responsables, soit du déclan-
« chement de la crise actuelle, soit tout au moins de la
« violence de cette crise. *Un premier point bien établi, est*
« *que ces trusts n'ont pas constitué un facteur de stabilisa-*
« *tion, comme certains l'espéraient.* Le colonel Ayres,

« banquier des plus avisés, explique qu'à la fin de l'été
 « et au début de l'automne 1929, quand les cours attei-
 « gnirent les plus hauts niveaux, les capitalistes sous-
 « crivirent aux émissions des trusts — émissions considé-
 « rables comme nous l'avons vu — en vendant des titres
 « qu'ils avaient en portefeuille ; mais les dirigeants des
 « trusts, trouvant les prix des valeurs trop élevés, s'abs-
 « tinrent d'acheter et se bornèrent à prêter aux « bro-
 « kers », les sommes qu'ils avaient reçues. Les ventes
 « effectuées par les particuliers ne furent donc pas com-
 « pensées par des achats des sociétés et la crise éclata.
 « Alors, seulement, les trusts jugeant le moment oppor-
 « tun, retirèrent leurs fonds et les employèrent sur le
 « marché.

« En s'abstenant d'acheter, les trusts ont donc provo-
 « qué la chute des cours ; mais on ne saurait leur en faire
 « grief, car les premiers coupables furent les spéculateurs
 « à la hausse qui disposaient de marges importantes et
 « refusèrent de prendre leurs pertes lorsqu'elles demeu-
 « raient légères. La conséquence est qu'un grand nombre
 « de titres sont passés des mains des particuliers dans les
 « portefeuilles des sociétés. Celles-ci ont pourtant leur
 « part de responsabilité, d'abord dans la mesure où elles-
 « mêmes se sont livrées à la spéculation, et ensuite par
 « l'action massive qu'elles ont exercée sur certains titres,
 « spécialement visés par elles, dissociant les cours et
 « imprimant au marché, une allure irrégulière ».

De même, nous trouvons dans une étude parue le 25 novembre 1929, dans le journal *Le Temps*, les lignes suivantes :

« Mais, si les gérants incapables ou imprudents d'un
 « certain nombre de sociétés de placement ont pris peur
 « au même moment et ont commencé tous ensemble à
 « liquider le portefeuille de leurs sociétés, est-ce une
 « raison pour dire, comme le font à l'heure actuelle tant
 « de financiers, et des plus éminents, que les sociétés de
 « placement, les fameux « investment trusts », sont res-
 « ponsables des proportions prises par la crise qui vient
 « de secouer si rudement le marché de New-York ? Nous
 « ne le pensons pas : il y a eu à New-York des crises bien
 « avant l'existence des « Investment Trusts » et leur in-
 « tensité a toujours été en raison directe de celle de la
 « hausse qui les a précédées.

« De plus, en admettant même que les liquidations de
 « certains trusts aient précipité la baisse, ce n'est pas
 « l'institution en elle-même qui serait à blâmer, mais
 « bien les spéculateurs ignorants qui l'ont dénaturée
 « pour en faire l'instrument de leur passion malsaine.
 « Et, s'il est probablement exact que des ventes massives
 « ont été pratiquées au début de la panique pour compte
 « des sociétés de placement mal dirigées et dangereuse-
 « ment immobilisées, il n'en est pas moins vrai que dans
 « la première semaine de novembre, aussitôt après la
 « grande baisse, on estime à environ 500 millions de
 « dollars les achats effectués en deux jours par les sociétés
 « de placement qui avaient eu la sagesse de conserver
 « liquide une partie de leur capital ».

Il semble donc que, si l'on ne peut rendre les « Invest-
 ment trusts » américains entièrement responsables de
 l'exagération du mouvement de hausse et de la profonde

dépression enregistrés sur le marché de New-York pendant l'année 1929, il reste encore à prouver que les sociétés de placement puissent jouer le rôle de régulateurs du marché financier. Il aurait pu sembler, pourtant, à première vue, que les sociétés de placement auraient pu apporter au marché un certain élément de stabilité : en effet, d'une part, les administrateurs de trusts devraient être gens moins disposés que les particuliers à se laisser impressionner par des mouvements de baisse souvent irraisonnés et, d'autre part, l'immobilisation des titres détenus par les sociétés de placement, diminuant d'autant la quantité flottante des titres, c'est-à-dire susceptibles de venir sur le marché, devrait contribuer à soutenir les cours des valeurs mobilières.

Nous croyons avoir montré que les sociétés de placement présentaient de sérieux avantages tant pour le capitaliste lui-même que pour l'économie du pays.

La diversification et le choix judicieux des placements ont pour conséquence pratique d'éliminer le risque et d'assurer une grande sécurité aux valeurs d'« investment trusts » qui, par suite, sont susceptibles d'offrir des occasions de placement intéressantes et présentant de sérieuses garanties aux épargnants.

2. Griefs formulés contre les sociétés de placement

Après avoir examiné les avantages et dressé, en quelque sorte, l'actif des « investment trusts », nous allons passer en revue les griefs qui leur ont été faits ; nous verrons ensuite s'il n'est pas possible, par une réglementation appropriée, de parer à certains de ces dangers.

Parmi les griefs formulés contre les sociétés de placement, nous distinguerons entre les inconvénients qui sont inhérents à leur mécanisme et les dangers qui peuvent résulter de la mauvaise gestion des trusts soit que cette mauvaise gestion provienne d'un défaut d'intégrité des administrateurs, soit qu'elle provienne de leur ignorance.

CHAPITRE PREMIER

Inconvénients inhérents aux sociétés de placement

1° On a reproché aux « investment trusts » de donner au marché des valeurs une allure irrégulière, par suite de l'importance des opérations réalisées. En effet, d'une part, en période normale, le courant d'achat des trusts de placement imprime au marché une orientation continue dans le sens de la hausse et, d'autre part, en période de baisse, les réalisations massives de ces sociétés peuvent avoir des conséquences très fâcheuses sur la tenue du marché. Nous sommes loin, nous le voyons, du rôle régulateur que certains espéraient voir jouer par les sociétés de placement, et dont nous avons parlé au chapitre précédent.

Le danger signalé n'est pas à craindre si le développement des sociétés de placement suit une courbe normale. En Angleterre, où l'essor des « investment trusts » s'étend sur une période de plus de 50 années, les opérations de ces sociétés n'ont pas provoqué de perturbations sur le marché des valeurs.

Il n'en va pas de même en Amérique où les « investment trusts » se sont multipliés avec une rapidité très grande. Ainsi que nous l'avons indiqué, lorsque nous avons tracé un rapide historique des « investment trusts » en Amérique, le développement des sociétés de placement aux

Etats-Unis a suivi une progression telle, qu'à partir de 1924, le montant du capital investi en titres de cette nature, en une seule année, s'est à peu près montré égal au montant total des capitaux existant précédemment : de 75 millions de dollars, on saute à 150 en 1925, 300 en 1926, 700 en 1927, 1 milliard et demi en 1928 et fin 1929 on estimait à plus de 3 milliards et demi de dollars, le montant des capitaux investis en valeurs de cette nature.

Pendant la seule année de 1929 il a été affecté, par les trusts, d'après les chiffres relevés par M. Michel Carsow, un montant de \$ 2.138.165.000, soit plus de 54 milliards de francs à l'achat de valeurs mobilières. Ce chiffre représente à lui seul le tiers des capitaux investis par les Etats-Unis dans le commerce et l'industrie pendant l'année 1929, le montant total atteignant \$ 6.312.906.000.

Cette proportion a d'ailleurs été plus forte encore à certains moments : ainsi qu'il ressort des constatations publiées par *The Chronicle* dans un éditorial du 12 octobre 1929, le montant des capitaux investis en titres « d'investment trusts » a atteint pendant le mois d'août 1929 1/2 milliard de dollars sur un total d'émissions de toute catégorie, s'élevant à \$ 868.424.671, soit une proportion de 55 0/0.

A l'énoncé de ces chiffres, il est aisé de se rendre compte de l'influence prépondérante des achats effectués par les trusts dans la hausse des cours de valeurs mobilières, à la Bourse de New-York, jusqu'en octobre 1929. Nous avons vu, d'après l'opinion autorisée de M. Louis Baudin, que le krach de Wall Street, de fin octobre 1929, avait été provoqué en partie par l'arrêt brusque des achats

effectués régulièrement jusque-là par les sociétés de placement.

Nous avons vu également que, si certains « investment trusts » mirent à profit l'effondrement des cours pour acquérir des valeurs mobilières à des conditions très avantageuses, par contre un certain nombre de sociétés de placement peu solides précipitèrent la baisse en liquidant leur portefeuille.

Il est bien évident que de pareilles secousses du marché financier sont très préjudiciables à l'équilibre du commerce et de l'industrie d'une nation. Un marché stable a une influence beaucoup plus heureuse pour l'économie nationale d'un pays.

Toutefois, il semble que le grief qui a été fait ainsi aux sociétés de placement vise la situation particulière créée aux Etats-Unis par la rapidité très grande prise par le développement des « investment trusts ». D'ailleurs, si le rapide essor des trusts de placement aux Etats-Unis a amené des perturbations à la Bourse de New-York, il ne faut pas oublier que la profonde dépression de Wall Street, de même que la mauvaise tenue des différents marchés financiers mondiaux, trouve sa véritable cause dans la très forte crise économique que nous traversons actuellement et dont les débuts commençaient déjà, fin 1929, à peser sur l'activité des affaires aux Etats-Unis. Depuis, cette crise, malgré la relative lenteur de son évolution, a pris une telle ampleur que les différentes matières premières ont atteint les cours les plus bas qu'elles aient connu depuis cinquante ans.

Cette mise au point étant faite en ce qui touche à

la responsabilité des « Investment Trusts » dans le krach de Wall Street d'octobre 1929, nous espérons que le tempérament français, plus timoré, saura conserver la mesure dans la création de sociétés de placement et que les fondateurs de trusts chercheront à puiser leurs enseignements d'après ce qui a été réalisé en Angleterre et non sur ce qui a été fait en Amérique.

2° Si nous avons compté au nombre des avantages présentés par les « Investment Trusts », la sécurité de leurs dividendes, qui présentent, en outre, une tendance continue à la progression, il nous faut néanmoins, signaler que les répartitions d'une société de placement ne peuvent être, pendant les premières années de son fonctionnement, que très modiques et cela même en supposant que la charge résultant de la double imposition, soit écartée.

Le rapport d'un titre « d'investment trust » est constitué, en quelque sorte, par le revenu moyen des valeurs composant son portefeuille, sous déduction des frais de gestion de la société.

Nous eussions aimé donner, dans notre travail, un tableau qui aurait réalisé un portefeuille type pour une société de placement et nous aurions indiqué en regard des valeurs choisies, le montant des répartitions encaissées pendant une année donnée, de manière à faire ressortir quel peut être le rapport d'un titre « d'investment trust ». Mais pour que ce travail ait toute sa valeur, il aurait fallu qu'il porte sur un nombre considérable de titres.

Il nous semble que les calculs effectués par les services de la Statistique générale sur le taux net de capitalisation

des valeurs existantes, nous offrent des bases suffisantes. Ce taux ressortait pour le mois d'août 1930, à 3,74 0/0 en moyenne pour les valeurs à revenu fixe et à 3,46 0/0 pour les valeurs à revenu variable. Par suite, le rendement d'un titre « d'investment trust » ne pourrait, actuellement, s'élever à beaucoup plus de 3 0/0 puisqu'il y aurait lieu de déduire des revenus encaissés par le trust, le montant des frais de gestion ainsi que celui des dotations légales aux fonds de réserve.

Bien mieux, les épargnants, et ce sera leur demander peut-être là trop de sagesse, devront se défier des sociétés qui leur offriront des rapports trop avantageux, car dans ce cas et en dehors de toute manœuvre irrégulière, on pourra craindre que le trust ne limite pas ses opérations uniquement à des opérations de placement.

D'autre part, il sera particulièrement intéressant que les frais de gestion n'atteignent pas des chiffres trop élevés : sous ce rapport les « investment trusts » anglais seront d'un excellent exemple, puisque le montant des frais d'exploitation de la plupart d'entre eux, n'atteint pas 1/2 0/0 du montant de leur capital.

3° On peut enfin faire le reproche aux sociétés de placement d'être en quelque sorte des sociétés « parasites », car non seulement elles ne produisent aucune richesse mais elles ne contribuent en rien à améliorer les conditions de la production.

Sous cet aspect, le rôle économique que jouent les trusts de placement ne peut être comparé à celui des autres sociétés de participation, sociétés de financement et sociétés de contrôle.

En effet, d'une part, les sociétés de financement en assurant l'apport de capitaux aux entreprises industrielles et commerciales, en facilitent la constitution et le développement ultérieur et, d'autre part, les sociétés de contrôle permettent une organisation rationnelle et le meilleur rendement d'une industrie déterminée.

Les trusts de placement qui visent surtout à assurer la sécurité des placements, constituent en quelque sorte, un écran supplémentaire entre le producteur et le capitaliste.

Cet inconvénient revêt une importance plus grande si nous envisageons un super-trust, comme il en existe en Amérique, qui limite ses placements à l'acquisition de valeurs d'autres trusts.

Cet abus de la superposition de sociétés, ne doit pas cependant nous faire oublier les réels avantages qu'une bonne valeur « d'investment trust » peut offrir au capitaliste en assurant aux fonds investis, une grande sécurité.

CHAPITRE II

Dangers pouvant résulter de la mauvaise gestion des sociétés de placement

SECTION PREMIÈRE

Mauvaise gestion résultant d'un défaut d'intégrité des administrateurs

Le défaut d'intégrité des dirigeants d'une société de placement paraît un danger tellement évident, qu'il semble inutile de le souligner. Pourtant, plus que dans toute autre entreprise cette intégrité est une condition déterminante pour l'existence de la société.

Cela tient à ce que les trusts de placement sont essentiellement des sociétés de capitaux et qu'aucune marchandise n'est plus fuyante.

Dans une affaire immobilière, industrielle, commerciale, il est possible, dans une certaine mesure, à l'actionnaire, de contrôler l'existence réelle des immeubles, installations, usines appartenant à l'entreprise. Il n'en est pas de même pour l'actionnaire d'un trust de placement ; certaines réglementations étrangères prescrivent bien aux sociétés de placement de publier, une fois par an, la composition du portefeuille de la société, mais pour que ce contrôle soit vraiment efficace, il faudrait que les titres composant ce portefeuille soient déposés dans une Banque

universellement estimée, de préférence la Banque officielle d'émission, qui se porterait garant de leur existence.

La confiance est à la base des sociétés de placement comme elle est à la base du commerce de banque. C'est d'ailleurs l'idée originelle des hommes d'affaires écossais qui, les premiers, réalisèrent cette mise en commun des capitaux en vue du placement. Le « trustee » écossais n'était-il pas, par l'origine étymologique française du mot trust, « celui à qui on fait confiance » ?

Il est donc nécessaire qu'une réglementation sévère intervienne pour que l'administration des sociétés de placement ne puisse être permise qu'à des hommes dont l'intégrité soit universellement reconnue.

En matière de manœuvres irrégulières qui peuvent être réalisées par des administrateurs peu scrupuleux, il n'est guère possible de prévoir tous les cas susceptibles de se présenter ; nous signalerons, toutefois, qu'en raison de leur fonctionnement, les sociétés de placement peuvent constituer un moyen, soit d'écouler parmi le public des titres d'avenir douteux ou de qualité médiocre, soit de provoquer des hausses de cours artificielles.

Dans le premier cas, un syndicat constitue une société de placement et lui remet les titres qui seraient d'un écoulement difficile parmi la clientèle. Par ce procédé, on peut surprendre la bonne foi du capitaliste qui, en souscrivant aux actions de la société de placement, acquiert des titres qu'il n'aurait pas acquis sans cette substitution. Dans le second cas, la constitution d'une société de placement permet de faire succéder une hausse à une autre, par le

mécanisme suivant : supposons qu'un syndicat se soit formé pour pousser les cours de certaines valeurs, X. Y. Z ; ce syndicat qui détient une quantité importante de ces titres, s'efforce, grâce à une publicité financière appropriée, de céder ces valeurs à la clientèle au plus haut prix. Il lui sera possible, si les cours des valeurs X. Y. Z. paraissent marquer un temps d'arrêt, de constituer une société de placement S., à laquelle il remettra les titres qu'il détient et par ce moyen, de poursuivre une nouvelle campagne de hausse sur les titres S.

Dans ce dernier cas, la substitution de titres aura permis une véritable superposition de hausses.

SECTION II

Mauvaise gestion résultant de l'incapacité des administrateurs

En supposant la direction d'une société de placement confiée à des administrateurs scrupuleux, la gestion de la société peut présenter certains dangers si, d'une part, elle n'est pas conduite en observant les principes fondamentaux des « investment trusts » et, d'autre part, si elle n'évite pas des opérations telles que le financement d'affaires nouvelles ou le contrôle qui paraissent proches de son activité.

1° La société de placement doit éviter de spécialiser son portefeuille dans une industrie déterminée. Nous avons eu l'occasion de signaler que certains « investment trusts » américains se sont limités à telle ou telle industrie.

Ces sociétés de placement n'assurent pas aux capitaux investis, une sécurité aussi forte que « les investment trusts » à caractère international et général.

2° Un « investment trust » ne doit pas rechercher à spéculer, ce mot étant ici employé dans son sens péjoratif. La société de placement doit gérer les fonds qui lui sont confiés en « bon père de famille », c'est-à-dire avec prudence ; elle doit, par suite, s'abstenir d'effectuer toutes les opérations à caractère spéculatif : participation à des syndicats, opérations à terme.

3° Les sociétés de placement doivent enfin exclure de leurs opérations, le lancement et le financement d'entreprises ; ces opérations, pour intéressantes qu'elles soient, comportent des risques assez importants. La chose est si vraie, que ce sont des banques spécialisées appelées banques d'affaires, qui se consacrent aux opérations de cette nature.

Il est bien évident, par suite, que, et plus encore que les banques de dépôt, les sociétés de placement devront se tenir à l'écart des opérations de financement et de lancement d'affaires nouvelles.

D'ailleurs, la diversification des placements entraîne pour conséquence, l'interdiction pour un trust, de posséder plus d'un pourcentage déterminé du capital d'une même affaire.

4° Pour terminer, nous signalerons que certaines sociétés de placement, notamment en Amérique, distribuent à leurs actionnaires, au même titre que les revenus, les profits réalisés sur ventes de titres. C'est là une pratique regrettable et les « investment trusts » britanni-

ques l'ont bien compris, qui affectent intégralement aux réserves, le montant de ces bénéfices.

En opérant de la sorte, les « investment trusts » américains agissent comme de véritables banques de spéculation et font courir de véritables dangers à l'épargne.

En effet, tant que le marché financier est en bonne orientation, ces sociétés peuvent réaliser des opérations fructueuses, mais qu'il survienne une crise financière et elles ne peuvent résister à la tourmente.

Nous insisterons d'autant plus sur ce point, que la profonde dépression de Wall Street a entraîné déjà la défaillance d'un « investment trust » (1) — qui était, d'ailleurs, dans la dépendance d'une maison de banque ; certains crieront peut-être à la faillite des « trusts », en réalité, il ne faut voir là, que la conséquence de la politique de certains « investment trusts » américains, qui ont été détournés de leur véritable but vers des fins de spéculation.

Si l'on peut objecter que les dangers de cette nature — qui résultent de la mauvaise gestion par suite de l'incapacité des administrateurs de trusts — peuvent se produire dans une affaire industrielle ou commerciale, ils revêtent toutefois une importance particulière, du fait que les sociétés de placement sont des sociétés de capitaux.

(1) « Price and Witheley Trading Corporation », octobre 1930.

QUATRIÈME PARTIE

Recherche des mesures propres à écarter les dangers que peuvent présenter les sociétés de placement

CHAPITRE PREMIER

Recherche des points qu'il nous paraît intéressant de réglementer

Nous avons montré, dans la troisième partie de notre travail, les dangers que peuvent présenter les « investment trusts » ; nous allons rechercher maintenant, s'il ne serait pas possible d'écarter ces dangers en contraignant les sociétés de placement à se plier aux dispositions d'une réglementation appropriée.

Il ne saurait s'agir, d'ailleurs, que d'une réglementation assez souple ; c'est qu'en effet, toute réglementation est une arme à deux tranchants qui souvent peut aller à l'encontre du but recherché et paralyser les initiatives.

D'autre part, ainsi que le fait justement remarquer M. Edgard Allix, l'éminent professeur à la Faculté de Droit de Paris, « l'abus de la réglementation est une « forme d'étatisme qui pour être en honneur en ce moment, n'en est pas moins déplorable. Du fait qu'il aura « autorisé ou contrôlé, c'est contre l'Etat qu'on se

« retournera en cas de mécomptes, et sur lui qu'on
« rejettera la responsabilité ».

Dans cet ordre d'idées nous pensons qu'il ne convient pas de retenir la suggestion préconisée par M. de Ramel, député du Gard, dans la proposition de loi qu'il a déposée le 20 octobre 1929 sur le bureau de la Chambre et qui vise, en quelque sorte, à placer les sociétés de placement sous le contrôle d'un Conseil supérieur.

M. de Ramel propose d'exonérer les « Compagnies de
« placement de tous les impôts français afférents aux
« sociétés par actions, y compris les droits d'enregistre-
« ment. Les dividendes et bonis répartis seraient exoné-
« rés de tous impôts, à la condition que les sociétés puis-
« sent justifier qu'elles ont acquitté les impôts corres-
« pondants sur les achats et ventes de leurs valeurs en
« portefeuille et sur les encaissements des intérêts et
« dividendes en provenant ».

Toutefois, le bénéfice de ces dispositions serait réservé aux seules sociétés qui effectueraient leurs placements exclusivement en valeurs sélectionnées par un « Comité de l'épargne ». Les membres de ce Comité, qui siègerait à la Banque de France, seraient désignés par la Banque de France, le Crédit Foncier de France et l'Institut de France.

Ce projet de réglementation présenterait, à notre avis, le grave inconvénient d'engager fortement la responsabilité des membres qui composeraient ce Conseil d'une part, et, d'autre part, celle des établissements qui les auraient désignés. En effet, il n'est pas prouvé que les valeurs préconisées par ce Conseil seraient, par la suite,

à l'abri d'une défaillance : qui aurait pu prévoir, notamment, avant la guerre, que les emprunts russes devaient provoquer tant de ruines dans notre pays ?

C'est pourquoi la suggestion de M. de Ramel, tout en répondant à une louable intention, paraît, selon nous, peu efficace et même dangereuse.

Par contre, nous pensons que l'activité des trusts peut faire, utilement, l'objet de dispositions restrictives.

Pour examiner l'utilité d'une réglementation, il convient de se reporter au caractère des dangers que nous avons fait ressortir. Certains sont en effet, inhérents au fonctionnement des sociétés de placement : tel est le grief fait aux « investment trusts », de provoquer la hausse du marché par leurs achats continuels. Il est bien évident qu'il serait vain de vouloir réglementer la manière dont les sociétés de placement effectuent leurs achats sur le marché des valeurs.

Contraindre, sur ce point, les « Investment trusts », à observer certaines règles, serait, à notre avis, faire fausse route. Les sociétés de placement ont, elles-mêmes, d'ailleurs, intérêt à fractionner leurs ordres d'achat et de vente, de manière à obtenir l'exécution des ordres aux meilleures conditions.

Tout au contraire, nous pensons qu'une réglementation peut utilement intervenir en ce qui concerne la mauvaise gestion des trusts et nous allons examiner de quelle manière cette réglementation peut être réalisée.

I. Dispositions susceptibles d'assurer l'intégrité des administrateurs. — a) Il convient tout d'abord, d'écarter

de la direction des sociétés de placement, des individus ayant déjà subi des condamnations soit pour vol, escroquerie ou abus de confiance et qui, par suite, ne présenteraient aucune garantie de moralité et d'intégrité.

Sur ce point, la loi récente du 20 juin 1930 dont nous donnons ci-dessous, les deux premiers articles, est venue apporter d'heureuses dispositions :

Article premier. — « Toute condamnation pour crime
« de droit commun, pour vol, pour abus de confiance,
« pour escroquerie ou pour délit puni par les lois des
« peines de l'escroquerie, pour soustraction commise par
« dépositaire public, pour extorsion de fonds ou valeurs,
« pour émission de mauvaise foi, de chèques sans provi-
« sion, pour atteinte au crédit de l'Etat, pour recel des
« choses obtenues à l'aide de ces infractions, emporte de
« plein droit, interdiction du droit de faire à titre profes-
« sionnel, des opérations de banque, des opérations de pla-
« cement ou de bourse sur valeurs mobilières, et de diriger,
« administrer, gérer à un titre quelconque, une société
« ou une agence de société, ayant ces opérations pour
« objet, ou encore de signer pour elles.

« Toute condamnation pour tentative ou complicité
« des infractions ci-dessus, entraînera la même incapa-
« cité.

« La même interdiction est encourue par les faillis non
« réhabilités.

Article 2. — « En cas de condamnation prononcée par
« une juridiction étrangère et passée en force de chose
« jugée pour une infraction constituant, d'après la loi
« française, un des crimes ou des délits spécifiés à l'ar-

« ticle précédent, le tribunal correctionnel du domicile
 « de l'individu dont il s'agit déclare, à la requête du
 « ministère public, après vérification de la régularité et
 « de la légalité de la condamnation, l'intéressé dûment
 « appelé en la Chambre du Conseil, qu'il y a lieu à l'ap-
 « plication de la susdite interdiction.

« Elle s'applique aux faillis non réhabilités dont la
 « faillite a été déclarée par une juridiction étrangère
 « quand le jugement déclaratif a été déclaré exécutoire
 « en France. La demande d'exequatur peut être à cette
 « fin seulement formée devant le tribunal civil du domi-
 « cile du failli par le ministère public ».

Nous ne nous exagérons pas l'influence que peuvent avoir ces dispositions pour assurer la bonne gestion des trusts de placement. Toutefois, cette loi ne sera pas inutile, en écartant de la direction des sociétés qui nous intéressent, les individus visés par le législateur.

b) Le législateur de 1867 désirant s'assurer que les sociétés anonymes seraient administrées avec toute la prudence désirable, rédigea à cette intention, l'article 26 de la loi sur les sociétés :

« Les administrateurs doivent être propriétaires d'un
 « nombre d'actions déterminé par les statuts.

« Ces actions sont affectées en totalité à la garantie de
 « tous les actes de la gestion, même de ceux qui seraient
 « exclusivement personnels à l'un des administrateurs.

« Elles sont nominatives, inaliénables, frappées d'un
 « timbre indiquant l'inaliénabilité et déposées dans la
 « Gaisse sociale ».

Ces dispositions qui ont pour but de contraindre les

administrateurs à prendre et à conserver dans la société, une participation qui demeure comme garantie de leur gestion, s'imposeront aux sociétés de placement comme elles s'imposent à toute société anonyme.

Pour les sociétés de placement, toutefois, il nous semble que ces dispositions pourraient être utilement complétées. La loi de 1867 laisse les sociétés juges de déterminer dans leurs statuts le nombre d'actions dont les administrateurs devront être propriétaires. Nous pensons qu'une réglementation devrait fixer le pourcentage minimum du capital de la société qui devrait être la propriété des administrateurs. Ne possédant que des intérêts pécuniaires restreints dans l'affaire qu'ils dirigent, les administrateurs n'auraient pas les mêmes raisons de gérer prudemment les capitaux de la société.

Mais à combien fixer la participation des administrateurs, par rapport au capital de la société ? Il semble qu'un pourcentage de 10 0/0 donnerait une sérieuse garantie. C'est ainsi que pour un trust d'un capital de 100 millions les dirigeants devraient posséder un montant de 10 millions d'actions du trust. Le pourcentage peut paraître élevé, mais le principe même de cette réglementation nous paraît souhaitable, car même à supposer que cette mesure ne soit pas très efficace, elle doit néanmoins contribuer à assurer une gestion prudente des sociétés de placement.

c) Par voie de conséquence, toutes les actions des sociétés de placement devront être obligatoirement souscrites en numéraire. En aucun cas il ne sera remis à quiconque, des actions d'apport en rémunération de recher-

ches ou d'études, comme il en est fait pour certaines sociétés.

d) D'autre part, il convient d'interdire aux sociétés de placement la création de parts de fondateur. Nous rappellerons brièvement que les parts de fondateur sont des titres de participation aux bénéfices d'une affaire et qu'ils ne représentent aucune portion du capital de cette affaire ; ils n'ont droit à une répartition que s'il y a un surplus sur le produit de l'exercice, après attribution du pourcentage statutaire réservé aux actions.

Par suite, les porteurs de parts, et ce sont généralement les administrateurs à qui est attribuée, à la constitution de la société, la plus grande partie de ces titres, ont intérêt à réserver les produits de plusieurs exercices et de les reporter sur un seul. Ce procédé permet d'attribuer aux parts de fondateur, des répartitions qui auraient dû normalement revenir aux actions ordinaires, lors des exercices précédents.

D'autre part, l'existence des parts de fondateur peut conduire les administrateurs à engager la société dans des opérations susceptibles de procurer de gros bénéfices, mais présentant un caractère spéculatif, et, partant, hasardeux.

Il est donc particulièrement intéressant d'interdire la création, pour les sociétés de placement, de parts de fondateur. Dans le même ordre d'idées, il serait sage de limiter le montant des tantièmes qui pourront être alloués aux administrateurs.

En résumé, toutes ces mesures ont un but commun : faire en sorte que les intérêts des dirigeants et ceux des

actionnaires d'une société de placement, soient les mêmes.

e) Enfin, nous pensons qu'il faut contraindre les sociétés de placement à publier, au moins une fois par an, la composition de leur portefeuille. Cette obligation, maintes fois réclamée, n'existe pas en Angleterre ; par contre, elle a été adoptée par certains Etats de l'Amérique. Les adversaires de cette mesure disent qu'en publiant la composition de son portefeuille, un trust permet aux sociétés similaires, d'effectuer leurs placements sans avoir à supporter les frais coûteux de services d'études, de renseignements et de documentation.

Il y a là, semble-t-il, un inconvénient assez grave, mais les avantages qu'apportera cette publication du portefeuille des trusts, font passer cet inconvénient au second plan.

On pourrait, d'ailleurs, tempérer cette obligation en autorisant les sociétés de placement à ne pas déclarer une petite partie de leur portefeuille, jusqu'à concurrence de 10 0/0 du capital, par exemple. Ces titres pourraient être groupés sous une rubrique : valeurs diverses ; cette façon de procéder permettrait aux sociétés de placement de conserver le secret sur certaines participations.

En outre, il conviendra, selon nous, de contraindre les sociétés de placement à donner la décomposition de leur compte de « profits et pertes » en séparant nettement les encaissements de revenus, et bénéfices réalisés sur vente de titres. Cette décomposition, de même que la publication de la liste des valeurs composant le portefeuille du

trust (liste qui devra mentionner les prix d'acquisition) seront certifiées par les commissaires aux comptes et cela sous leur responsabilité.

II. *Dispositions susceptibles d'éviter certaines fautes des administrateurs dans la gestion des sociétés de placement.* — a) Il ne paraît guère souhaitable de réglementer le pourcentage du capital que les sociétés de placement devront affecter aux placements de telle ou telle nature. Une pareille réglementation, outre qu'elle serait difficile à fixer, serait trop fréquemment sujette à révision. Le mieux est de laisser les administrateurs doser, au mieux des intérêts de la société, les pourcentages à affecter aux valeurs à revenu fixe ou à revenu variable, de même qu'aux titres de telle ou telle industrie. C'est aux dirigeants qu'il appartient d'éviter la spécialisation de la société qu'ils administrent.

b) Par contre, il y a lieu de réglementer le maximum de la participation que le trust pourra prendre dans une affaire déterminée.

De manière à éviter que la société de placement ne devienne une société de contrôle : on pourrait fixer ce chiffre à 5 0/0 du capital nominal d'une même affaire.

c) Pour éviter que les sociétés de placement n'effectuent des opérations de lancement, on peut envisager deux mesures possibles : ou bien les sociétés de placement ne devront acquérir de valeurs mobilières que si elles sont déjà cotées, ou bien les titres acquis auront dû être émis par une société ayant déjà une certaine durée d'existence.

Cette dernière réglementation paraît plus indiquée. En effet, d'une part, les sociétés de placement peuvent avoir à exercer les droits de souscription aux augmentations de capital d'affaires dont elles détiennent déjà des titres en portefeuille et, d'autre part, il faut prévoir la possibilité, pour les sociétés de placement, de souscrire aux emprunts émis soit par l'Etat, soit par des collectivités, notamment les Départements, les communes, les Compagnies de chemins de fer, le Crédit Foncier.

d) Il faut également réglementer sévèrement l'obligation pour les sociétés de placement de constituer des réserves importantes. Sur ce point, il serait désirable de contraindre les sociétés de placement françaises, à adopter la ligne de conduite suivie par les « investment trusts » britanniques et plus particulièrement écossais, qui affectent aux postes de réserves, tous les bénéfices provenant de réalisations de titres ; les ventes de droits de souscriptions, les réalisations d'actions délivrées gratuitement et, en un mot, toutes les répartitions qui présentent le caractère de capital, sont assimilées aux bénéfices sur réalisations de titres. Seules, sont délivrées, à titre de dividende aux actions, les sommes encaissées par la société de placement à titre d'arrérages.

Cette politique, si elle ne permettrait à la société de placement de ne distribuer à ses actionnaires, dans les premières années de son existence, que des répartitions minimales, présenterait par contre, le gros avantage de consolider la situation financière de la société.

D'ailleurs, la capitalisation des fonds, ainsi mis en

réserve ne tarderait pas à permettre l'augmentation des dividendes alloués aux actionnaires.

Il va sans dire que les dotations faites aux postes de réserve ne sauront, en aucun cas, être inférieures à celles que la loi impose à toutes les sociétés (1). Les fonds nécessaires à ces dotations légales devront être prélevés, s'il y a lieu, sur les revenus ordinaires de la société de placement.

e) Lorsque nous avons examiné le mécanisme par lequel les « investment trusts » groupaient les capitaux, nous avons fait ressortir le danger qu'il y a pour une société de placement à se procurer des disponibilités nouvelles au moyen d'emprunts obligataires, afin d'étendre ses opérations.

Nous avons montré que cette façon de procéder avait pour conséquence d'augmenter le risque attaché à chaque action de la société de placement, ce qui va à l'encontre du principe fondamental des « investment trusts » qui recherchent l'élimination du risque.

Il conviendrait, sur ce point, de prendre une mesure radicale et d'interdire toute émission d'obligations, ce qui présenterait l'avantage de laisser aux sociétés de placement leur véritable caractère d'association mutuelle de placement de capitaux.

Ce sont là, les points principaux pour lesquels il serait sage d'établir une réglementation. Toutefois, il ne faudrait pas tomber dans l'excès contraire et entraver l'initiative privée par des prescriptions trop nombreuses, et c'est pourquoi nous pensons que toute liberté doit être laissée aux dirigeants des trusts, notamment en ce qui

(1) 5 0/0 sur le montant des bénéfices nets.

concerne la répartition du portefeuille de la société au triple point de vue géographique, industriel et de la nature des valeurs.

Pour terminer, nous indiquerons, ci-dessous, les dispositions édictées par la réglementation californienne, telles qu'elles ont été résumées par M. de Landier dans l'intéressant travail qu'il a consacré aux « Investment Trusts ».

« I, II, III a). — Des références appropriées quant à l'honnêteté, la réputation et la compétence des administrateurs et autres dirigeants.

« b) Un exposé détaillé du plan d'opérations projeté, devra être soumis au « State Commissioner », préalablement à l'exercice de toute activité sur le territoire de l'Etat.

« IV et V. — L'activité essentielle « des investment trusts » devra consister en l'achat et la vente de valeurs mobilières dans des buts de placement et s'étendre au plus grand nombre possible de titres de bonne classe et de réalisation facile. Les statuts devront interdire la création et le lancement d'entreprises.

« VI, VII, VIII et IX. — Les administrateurs, membres de la direction et « trustees » ne devront pas, en ce qui concerne le placement des fonds du trust, traiter avec lui, soit pour leur compte personnel, soit pour celui de sociétés dans lesquelles ils seraient intéressés, ni tirer aucun avantage direct ou indirect d'affaires faites avec le trust.

« Les fondateurs devront souscrire en espèces au moins 20 0/0 du capital initial.

« La rémunération des administrateurs et membres de la direction devra être modérée ou tout au moins en rapport avec leurs charges et responsabilités.

« X. — Les frais d'émission ne devront pas dépasser 10 0/0 de la tranche émise et seront amortis dans un délai normal, d'après les règles comptables usuelles.

« XI, XII. — Les « investment trusts » ne devront pas placer plus de 5 0/0 de leurs fonds dans les titres d'une même société ; les entreprises dans lesquelles ils investiront des fonds devront avoir obtenu des résultats satisfaisants pendant trois ans au moins.

« XIII. — Ils ne pourront contracter d'emprunt pour un montant supérieur à 50 0/0 de leur actif réalisable — y compris les valeurs de leur portefeuille estimées à leur prix en Bourse.

« XIV, XV, XVI. — Ils devront communiquer deux fois par an au « State Commissioner », leurs bilans et comptes de profits et pertes certifiés par un expert comptable et adresser les mêmes documents aux participants ou actionnaires, ainsi que la liste de toutes les valeurs du portefeuille.

« Les prospectus et autres imprimés mis en circulation devront indiquer d'une manière exacte la nature de leurs opérations.

« XVII. — Ils ne devront ni participer à des syndicats boursiers, ni faire d'opérations à terme.

« XVIII. — Ils devront avant toute distribution de dividendes, placer 10 0/0 de leurs bénéfices aux réserves, jusqu'à ce que celles-ci s'élèvent à 25 0/0 du capital social ».

Cette réglementation qui contient d'excellentes dispositions, a été élaborée au début de 1926, par le « Commissioner of Corporation ». Ce fonctionnaire chargé de l'application de la loi sur « la mise en vente des valeurs mobilières dite loi Blue-Sky, possède, dit M. de Lander, les « pouvoirs suffisants pour prendre, de sa propre autorité, « des arrêts réglementaires ayant force de loi dans l'Etat « de Californie ».

CHAPITRE II

Le projet de la Commission de l'Épargne

En France, la Commission de l'épargne, chargée d'examiner la question des sociétés de placement, a résumé dans un avant-projet, les dispositions qui ont servi de base à l'élaboration du projet de loi gouvernemental sur les sociétés de placement, projet qui, d'après nos informations, serait déposé à la prochaine session du Parlement.

Nous empruntons à l' « Agence économique et financière » les dispositions de cet avant-projet :

« Sont considérées comme sociétés de placement, les sociétés qui se soumettent aux conditions suivantes :

« 1^o S'occuper uniquement de la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières, à l'exclusion de toute opération financière, commerciale ou industrielle ;

« 2^o Ne créer aucun privilège à l'intérieur de la société, c'est-à-dire s'abstenir d'émettre des actions privilégiées ou des parts de fondateur ;

« 3^o S'interdire toute émission d'obligations, l'exonération d'impôts étant justement concédée pour établir le caractère coopératif des sociétés de placement ;

« 4^o S'interdire de confier à des tiers, la gestion de la société ;

« 5° Limiter la proportion des frais généraux par rapport au capital et celle des tantièmes par rapport aux bénéfices ;

« 6° Limiter à 5 0/0 la portion de capital qui peut être investie dans une seule affaire et limiter à 5 0/0 du capital et des voix d'une société donnée, la proportion que peut prendre la société de placement dans cette société. (Cette clause a pour but d'interdire à la société de placement de devenir une société de contrôle).

« 7° Ne prendre que des titres d'affaires ayant plus de trois ans d'existence.

« 8° Avoir un capital minimum de 50 millions ;

« 9° Publier chaque année au B. A. L. O., la composition du portefeuille et du bilan, ainsi que la certification de ces publications par des commissaires aux comptes. En outre, les sociétés de placement ne doivent distribuer en principe, que le produit de leur portefeuille, sauf si, à un moment donné, les réserves dépassent le montant du capital.

« On voit que le projet n'impose pas aux sociétés l'obligation de constituer leurs portefeuilles avec un contingent déterminé de fonds d'Etat, d'obligations ou d'actions.

« En échange de ces diverses obligations, les sociétés de placement qui, y ayant souscrit, justifieront de ce titre, seront exonérées de la charge que représente la double imposition, en ce sens que seront exempts d'impôts, les revenus distribués par ces sociétés dans la mesure où ils proviennent des valeurs mobilières constituant leur portefeuille ».

Ce projet de réglementation appelle quelques commentaires. En ce qui concerne l'article 1, il conviendrait tout d'abord de préciser les opérations financières qui sont interdites aux sociétés de placement. Toutes ces opérations ne présentent pas, en effet, le même caractère de danger. C'est ainsi qu'il serait intéressant de permettre à ces sociétés de placer en report, le montant de leurs capitaux liquides. Cet emploi d'argent qui n'immobilise les capitaux que pour une période très courte, quinze jours pour le marché officiel, offrirait aux sociétés de placement, la possibilité de faire fructifier les sommes conservées en réserve.

L'intérêt de cette mesure d'exception serait d'autant plus grand qu'il encouragerait les sociétés de placement à conserver, liquide, une partie de leurs ressources, ce qui leur permettrait, en période de crise, d'effectuer des achats de valeurs mobilières à des conditions très avantageuses.

Nous n'insisterons pas sur l'article 2 : nous avons suffisamment montré le danger que pouvait constituer, pour un trust de placement, la création d'actions privilégiées et de parts de fondateur.

Certains auteurs jugent regrettable l'interdiction formulée par l'article 3 relativement aux émissions d'obligations. T'el est l'avis exprimé par M. Antoine Kergall dans la *Revue économique et financière* (12 juillet 1930).

Nous pensons au contraire que cette mesure est sage et qu'il convient de conserver aux trusts leur caractère d'association mutuelle de capitaux.

L'article 4 a pour but d'éviter que la société de place-

ment ne soit sous la domination d'une banque, ce qui pourrait présenter de graves dangers. On peut craindre, en effet, qu'une banque d'affaires, ainsi que nous l'avons signalé, ne crée une société pour écouler des titres qui seraient d'un placement difficile.

Les derniers articles n'appellent pas d'observations particulières et nous ne pouvons que souscrire à l'interdiction de distribuer le produit du portefeuille, sauf si le montant des réserves dépasse celui du capital.

En résumé, le projet de la Commission de l'épargne vient réglementer tous les points que nous jugeons intéressants de l'être, à l'exception toutefois de deux.

1^o Tout d'abord (voir page 154), nous avons indiqué qu'à notre avis, toutes les actions d'une société de placement devraient être obligatoirement souscrites en numéraire et qu'en aucun cas il ne devrait être remis à quiconque, d'actions d'apport en rémunération de recherches ou d'études. Nous pensons que le fait d'attribuer à l'un quelconque des actionnaires des titres de cette nature équivaldrait à créer, à l'intérieur de la société, un privilège contraire à l'esprit de la réglementation proposée par la Commission de l'épargne (se reporter à l'article 2).

Si pour une société commerciale ou industrielle on comprend qu'il soit attribué des actions pour rétribuer l'apport, soit d'un brevet, soit d'une clientèle, soit d'une organisation déjà existante, il n'en est pas de même pour une société de placement. D'autre part, la société de placement est, avant tout, un groupement coopératif de capitaux et, nous estimons que toutes les actions composant le capital doivent avoir la même origine.

Nous pensons que sur ce point, le projet de la Commission de l'épargne serait utilement complété.

2° En outre, nous avons exprimé le désir de voir fixer le chiffre minimum de la participation des administrateurs par rapport au capital, et nous avons proposé un pourcentage de 10 0/0 (voir page 154).

Si ce chiffre peut paraître exagéré, il nous semble néanmoins intéressant que la réglementation des sociétés de placement fixe un pourcentage minimum, qu'il resterait à évaluer.

3° Nous noterons, enfin, que le projet de réglementation de la Commission de l'épargne ne prévoit pas d'exemption spéciale en ce qui concerne l'impôt sur les plus-values réalisées par le trust sur les ventes de titres. Nous avons dit, en effet, que l'Administration considère que ces profits doivent être assimilés aux bénéfices commerciaux et par suite, être assujettis à la taxe de 15 0/0.

Cette imposition constitue une lourde charge et il serait désirable que de nouvelles dispositions apportent, sur ce point, une exemption en faveur des sociétés qui nous intéressent.

Cette mesure présenterait un intérêt d'autant plus grand que les profits sur réalisations de titres seront en général portés en réserve et contribueront ainsi à renforcer la situation financière de ces sociétés.

Néanmoins, et sous ces réserves, le projet de réglementation de la Commission de l'épargne apporte une sérieuse amélioration de notre législation puisqu'il permet aux trusts de placement d'éviter la superposition des impôts sur les valeurs mobilières.

Nous croyons savoir d'ailleurs, que le projet de loi qui sera déposé par le Gouvernement sur le Bureau de la Chambre, dès la reprise des travaux parlementaires, a conservé la plupart des dispositions de cet avant-projet.

CONCLUSION

Il nous importe maintenant d'apporter une conclusion à notre travail.

Nous croyons avoir montré que les sociétés de placement présentaient de sérieux avantages tant pour le capitaliste pris isolément, que pour l'économie nationale du pays ; nous avons vu que, si elles pouvaient présenter certains dangers, il paraissait possible, par une réglementation appropriée, de les écarter et nous avons d'ailleurs recherché sur quels points pouvait utilement porter cette réglementation.

Nous pensons que la société de placement constitue une formule très heureuse du placement des capitaux et susceptible d'un grand avenir. Il nous reste à souhaiter qu'une prochaine loi supprime bientôt, pour les sociétés de ce type, la très lourde charge qui constitue dans notre législation actuelle la double imposition. Notre conclusion sera, par suite, très favorable aux sociétés de placement qui offrent le grand mérite de combiner pour l'épargnant les avantages que présentent les valeurs à caractère obligataire, en ce qui concerne la sécurité des revenus, et l'attrait que présentent les titres à revenu dit variable, au point de vue de l'accroissement du rapport et de la plus-value du capital.

Et pour justifier notre excellente opinion — qui présente le défaut d'être bien modeste — sur l'avenir des sociétés de placement, nous citerons les lignes suivantes dues à M. Truchy, l'éminent professeur à la Faculté de Droit de Paris, membre de l'Institut :

« Il y a là une combinaison qui peut rendre au public
« des épargnants, les plus grands services. Le capitaliste
« moyen n'a ni les sources de renseignements nécessaires
« pour apprécier sainement la valeur et les chances d'ave-
« nir des titres qui lui sont offerts, ni souvent la dose de
« connaissances économiques et financières qu'il faut
« pour conduire utilement des placements, ni enfin le
« temps de s'en occuper. Ce qu'il ne peut pas faire, la
« société de placement le fait. Elle peut aisément, elle
« doit pratiquer la division des risques, et c'est déjà un
« avantage essentiel. Elle dirige ses disponibilités vers
« des emplois qui ont été étudiés par ses services techni-
« ques. Elle est en situation d'acheter et de vendre au
« moment le plus opportun et dans des conditions plus
« favorables que le capitaliste isolé. Elle peut dans cer-
« taines émissions, en souscrivant des quantités impor-
« tantes de titres, obtenir des conditions particulières.
« Bref, c'est un métier que de placer des capitaux, un
« métier que le capitaliste isolé ne peut guère connaître
« et c'est justement celui de la société de placement.
« Les résultats obtenus en Angleterre par les sociétés de
« ce type sont, dans l'ensemble, entièrement satisfai-
« sants.

« On a objecté parfois que la société de placement pou-
« vait être mal conduite, dérivée vers des fins de spécula-

« tion qui ne sont pas les siennes. D'accord, mais quel
« genre de société est donc à l'abri d'une gestion impru-
« dente ou peu scrupuleuse ? L'objection vaudrait, si
« elle était fondée, contre toute espèce d'entreprises. On
« peut discuter la question de savoir s'il conviendrait
« d'instituer pour les sociétés de placement une réglemen-
« tation spéciale et cela vaut la peine qu'on y réfléchisse.
« Mais personne ne peut nier les grands services que,
« gérées avec honnêteté et compétence, les sociétés de
« placement sont en situation de rendre au public capi-
« taliste. Il est dommage qu'une fiscalité abusive les
« écarte de notre marché ».

Toutefois, il ne faudrait pas tomber dans l'excès et considérer que l'institution des sociétés de placement tient en elle toutes les vertus. De nombreux auteurs réclament la création de sociétés de ce type dans notre pays, avec le secret espoir que, de ce fait, se trouverait conjurée l'inertie dont souffre actuellement notre marché des valeurs mobilières.

Pour beaucoup, les « investment trusts » semblent constituer comme une sorte de panacée infaillible.

Nous nous garderons de verser dans cet optimisme trop confiant. Comme la langue d'Esopé, les sociétés de placement peuvent constituer la meilleure et la pire des choses ; leur avenir dépendra, et nous pensons avoir suffisamment insisté, à cet égard, de l'intégrité, de la prudence et de la valeur des administrateurs à qui se trouvera confiée la direction de ces sociétés.

Il convient d'ailleurs, sur ce point, de méditer les sages paroles de M. Edgard Allix, l'éminent professeur à

la Faculté de Droit de Paris : « Si les sociétés de placement sont imprudentes, elles peuvent constituer un véritable danger social. En effet, dans ce cas, ce n'est pas la division, mais au contraire, la concentration des risques qu'elles réalisent en rendant solidaires de leur situation, les milliers d'épargnants dont elles gèrent les intérêts » (1).

Nous espérons que les dirigeants des sociétés qui se constitueront en France, mettront cet avertissement à profit et qu'ils sauront apporter à leur gestion, toute la prudence qu'exigera la sécurité des capitaux qui leur seront confiés et c'est dans ce souhait que ce travail doit trouver sa conclusion.

(1) *Sans Fil*, 9 avril 1930.

Vu :

Le Doyen
de la Faculté de droit de Paris,
H. BERTHÉLEMY.

Vu :

Le Président de la Thèse,
EDGARD ALLIX.

Vu et permis d'imprimer :

Le Recteur
de l'Académie de Paris,
Pour le Recteur, L'Inspecteur d'Académie,
J. PERRON.

BIBLIOGRAPHIE

I

- Rist.** — Cours d'économie politique (doctorat), 1919-1920.
- Truchy.** — Cours d'économie politique.
- Edgard Allix.** — Traité élémentaire de science des finances et de législation financière française.
- Hitier.** — Cours de science financière (doctorat), 1919-1920.
- A. Wahl.** — Traité du régime fiscal des sociétés et valeurs mobilières.

II

- P. Cheminails.** — Les placements français à l'étranger. Des sociétés de gestion de valeurs mobilières étrangères.
- de Lander.** — Les « Investment Trusts ».
- Janin.** — Les sociétés de participation.
- Gaël Fain.** — Les compagnies de placement aux Etats-Unis, en Angleterre et en France (Société d'économie politique, 5 décembre 1929).
- Neymarck.** — Les « Administratie Kantooren », *Revue des sociétés*, 1910.
- E. Martin.** Histoire financière et économique de l'Angleterre.

III

- Druart.** — Le Trust de placement.

IV

Les journaux financiers et notamment :

La Revue d'Économie politique.

L'Économiste Européen.

La Revue économique et financière.

L'Orientation économique et financière.

Banque.

L'Information financière.

L'Agence économique et financière.

Le Capital.

Sans fil.

Le Temps Economique.

*Bulletin de la statistique générale de la France et du service
d'observation des prix.*

V

The Financial Times.

The Chronicle.

The New York Times.

TABLE DES MATIÈRES

	Pages.
INTRODUCTION ET PLAN.	1

PREMIÈRE PARTIE

Généralités, définitions, principes, caractères et mécanisme des « Investment Trusts »

CHAPITRE I. — Définition et principes.	11
CHAPITRE II. — Caractères.	14
Les différentes sociétés de titres.	15
Parallèle entre les « Investment Trusts » et les « Holdings ».	21
CHAPITRE III. — Mécanisme.	27
a) Investment Trusts du type discrétionnaire.	28
b) Investment Trusts du type fixe.	29
Les « Administratie Kantooren ».	32
c) Investment Trusts du type demi-fixe.	34
d) Un Trust Français : « l'Union Trust ».	35

DEUXIÈME PARTIE

Les « Investment Trusts » à l'étranger et en France

CHAPITRE I. — Les « Investment Trusts » en Angleterre.	45
1. Historique.	45
2. Résultats.	49
3. Circonstances qui ont favorisé leur développement.	52
CHAPITRE II. — Les « Investment Trusts » en Amérique.	58
1. Historique.	58
2. Résultats.	63
3. Circonstances qui ont favorisé leur développement.	64

	Pages.
CHAPITRE III. — Les sociétés de placement en France	69
<i>Section I. Les conditions actuelles du marché financier français</i>	70
1. Abondance des disponibilités.	70
2. Tendance à l'amortissement de la dette.	72
<i>Section II. Les sociétés de placement devant l'impôt.</i>	78
1. La double imposition	79
Le régime fiscal des valeurs mobilières.	79
L'article 27 de la loi du 31 juillet 1920.	87
2. L'assimilation, par le fisc des profits réalisés par les sociétés de placement sur ventes de titres, aux bénéfices industriels et commerciaux	90

TROISIÈME PARTIE

Avantages, inconvénients et dangers des sociétés de placement

<i>I. Les avantages des Sociétés de placement</i>	95
TITRE PREMIER. — Avantages pour le capitaliste.	96
CHAPITRE I. — Un parfait équilibre du portefeuille, sous le triple rapport du rendement, de la sécurité et de la possibilité d'une plus-value	96
CHAPITRE II. — L'élimination pratique du risque obtenue par la diversification des placements. Compensation des risques.	102
I. Diversification au point de vue de la nature des valeurs	103
1. Titres à revenu fixe	103
2. Titres à revenu variable.	105
II. Diversification au point de vue de la répartition géographique des placements.	108
III. Diversification au point de vue de la répartition des placements par industrie.	110
IV. La diversification des placements et les sociétés de placement	111
V. La compensation des risques.	117
CHAPITRE III. — La société de placement assure une meilleure gestion des capitaux.	120
Rôle que peuvent jouer les trusts, comme sociétés de gestion	122

TITRE II. — Avantages que présentent les sociétés de placement pour l'économie nationale du pays	125
1. Apport des capitaux à l'industrie nationale et coloniale	126
2. Les sociétés de placement sont susceptibles d'orienter l'épargne française vers les placements étrangers.	128
3. Les sociétés de placement peuvent-elles jouer le rôle de régulateurs du marché des valeurs ?	132
<i>II. Grievs formulés contre les sociétés de placement</i>	137
CHAPITRE I. — Inconvénients inhérents aux sociétés de placement.	138
CHAPITRE II. — Dangers pouvant résulter de la mauvaise gestion des sociétés de placement.	144
<i>Section I. — Mauvaise gestion résultant d'un défaut d'intégrité des administrateurs</i>	144
<i>Section II. — Mauvaise gestion résultant de l'incapacité des administrateurs.</i>	146

QUATRIÈME PARTIE

**Recherche des mesures propres à écarter les dangers
que peuvent présenter les sociétés de placement**

CHAPITRE I. — Recherche des points qu'il paraît intéressant de régler.	149
I. Dispositions susceptibles d'assurer l'intégrité des administrateurs	151
II. Dispositions susceptibles d'éviter certaines fautes des administrateurs dans la gestion des sociétés de placement.	156
CHAPITRE II. — Le projet de la Commission de l'épargne. . . .	163
CONCLUSION.	169

Bar-sur-Seine, Imp. SAILLARD — P. BROST Succ^r

